

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS

Programa de Pós-Graduação em Direito

Gabriel Gomes da Luz

**A TEORIA DAS AQUISIÇÕES ELIMINATÓRIAS SOB ÓTICA DO
MERCADO FINANCEIRO: O CADE e o BACEN como
protetores da inovação.**

Belo Horizonte

2026

Gabriel Gomes da Luz

**A TEORIA DAS AQUISIÇÕES ELIMINATÓRIAS SOB ÓTICA DO
MERCADO FINANCEIRO: O CADE e o BACEN como
protetores da inovação.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Professor Dr. Rodrigo Almeida Magalhães.

Linha de pesquisa: Função Social e Função Econômica das Instituições Jurídica.

Belo Horizonte

2026

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Biblioteca da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

L979t Luz, Gabriel Gomes da
A teoria das aquisições eliminatórias sob ótica do mercado financeiro: o CADE e o BACEN como protetores da inovação / Gabriel Gomes da Luz. Belo Horizonte, 2026.
258 f. : il.

Orientador: Rodrigo Almeida Magalhães
Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais.
Programa de Pós-Graduação em Direito

1. Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Brasil). 2. Banco Central do Brasil. 3. Inovação tecnológica. 4. Direito antitruste. 5. Mercado financeiro - Brasil. 6. Economia de mercado. I. Magalhães, Rodrigo Almeida. II. Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Programa de Pós-Graduação em Direito. III. Título.

SIB PUC MINAS

CDU: 347.733

Gabriel Gomes da Luz

A teoria das aquisições eliminatórias sob ótica do mercado financeiro: o CADE e o BACEN como protetores da inovação.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Professor Dr. Rodrigo Almeida Magalhães.

Linha de pesquisa: Função Social e Função Econômica das Instituições Jurídica.

Prof. Dr. Rodrigo Almeida Magalhães (Orientador) – PUC Minas

Prof. Prof. Dr. Moacyr Lobato de Campos Filho – PUC Minas

Prof. Dr. João Bosco Leopoldino da Fonseca – UFMG

Belo Horizonte, 02 de março de 2026.

"A competição que mantém um homem de negócios acordado à noite não é a dos rivais abaixando preços, mas a de pessoas empreendedoras tornando o seu produto obsoleto."

(Joseph Schumpeter)

AGRADECIMENTOS

Expresso minha profunda gratidão à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior Brasil (CAPES), pelo apoio financeiro e institucional imprescindível à realização deste trabalho. A contribuição da CAPES para o desenvolvimento da pesquisa no Brasil é, sem dúvida, um fator decisivo para a formação e qualificação de novos profissionais e acadêmicos no país.

Pela formação acadêmica que me permitiu trilhar o caminho desde a graduação até o mestrado, agradeço à Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, com destaque ao Curso de Direito do Campus São Gabriel e ao Programa de Pós-graduação em Direito da PUC Minas, ambos pertencentes à Faculdade Mineira de Direito.

Agradeço, de maneira especial, ao meu orientador, Professor Dr. Rodrigo Almeida Magalhães, cuja orientação precisa e constante, aliada à sua disponibilidade e generosidade, foram fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho e para o meu amadurecimento acadêmico. Meu mentor desde os tempos da graduação, que sempre me apoiou com sabedoria e paciência, orientando minhas redações acadêmicas e contribuindo decisivamente para minha formação intelectual.

Aos meus pais, Diva de Fátima Gomes e Laurindo dos Santos Luz, expresso minha eterna gratidão pelo amor, pelo apoio incondicional e pela base sólida de valores que me proporcionaram. Sem o incentivo e a dedicação de vocês, esta conquista não teria sido possível.

À minha irmã, Izabella Gomes da Luz, e ao meu cunhado, Hugo Galvão, agradeço pela parceria, pelo carinho e pelo apoio contínuo, sempre presentes ao longo dessa trajetória.

E à minha namorada, Joyce Durães Godinho, agradeço profundamente pelo amor, pela paciência e pelo apoio em todos os momentos, especialmente nos mais desafiadores. Sua compreensão e dedicação foram essenciais para a realização deste trabalho.

RESUMO

A presente dissertação analisa os riscos concorrenciais decorrentes das *killers acquisitions* no mercado financeiro brasileiro, com ênfase na crescente atuação das *fintechs* como agentes de inovação e inclusão. Entendidas como aquisições realizadas com o propósito estratégico de eliminar concorrentes potenciais antes que amadureçam e passem a representar uma ameaça efetiva ao poder de mercado de incumbentes consolidados, as *killers acquisitions* vêm despertando crescente atenção nos debates regulatórios e na literatura antitruste contemporânea, sobretudo em setores marcados por acelerado dinamismo tecnológico. A pesquisa adota uma abordagem jurídico-econômica, aliando fundamentos do Direito Antitruste e da teoria da inovação à análise do desenho institucional brasileiro. Nesse contexto, examina-se a atuação conjunta e complementar do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) e do Banco Central do Brasil (BACEN) na apreciação de atos de concentração que envolvem instituições financeiras tradicionais e agentes inovadores. Defende-se que os critérios convencionais de avaliação — centrados em métricas quantitativas como faturamento, *market share* ou estrutura de mercado — mostram-se insuficientes para captar os efeitos dinâmicos dessas operações, como o arrefecimento dos incentivos à inovação e a redução da contestabilidade do mercado. A dissertação argumenta que a invocação acrítica da “eficiência econômica” como justificativa para concentrações pode mascarar condutas excludentes que comprometem a rivalidade e a diversidade de soluções financeiras a médio e longo prazo. Com base em revisão bibliográfica especializada, análise normativa e estudo de casos concretos julgados pelo CADE, demonstra-se a necessidade de incorporação de parâmetros qualitativos e prospectivos na análise concorrencial, especialmente no tocante à avaliação do potencial inovador dos agentes adquiridos e à identificação de efeitos anticoncorrenciais não imediatos. Ao final, propõe-se que CADE e BACEN adotem uma atuação mais sinérgica, prudente e contextualizada, com vistas à preservação de um ecossistema financeiro competitivo, dinâmico e socialmente eficiente. O trabalho sustenta que tais instituições devem assumir, para além de seu papel repressivo, uma função ativa de indução regulatória, capaz de alinhar estabilidade, concorrência e inovação como pilares do desenvolvimento financeiro sustentável no Brasil.

Palavras-chave: Direito Antitruste; Fintechs; Eficiências Econômicas; CADE; BACEN; Inovação; Atos de Concentração.

ABSTRACT

This dissertation analyzes the competitive risks arising from killer acquisitions in the Brazilian financial market, with an emphasis on the growing role of fintechs as agents of innovation and inclusion. Understood as acquisitions made with the strategic purpose of eliminating potential competitors before they mature and begin to represent an effective threat to the market power of consolidated incumbents, killer acquisitions have been attracting increasing attention in regulatory debates and in contemporary antitrust literature, especially in sectors marked by accelerated technological dynamism. The research adopts a legal-economic approach, combining foundations of Antitrust Law and innovation theory with an analysis of the Brazilian institutional design. In this context, the joint and complementary role of the Administrative Council for Economic Defense (CADE) and the Central Bank of Brazil (BACEN) in assessing mergers involving traditional financial institutions and innovative agents is examined. The paper argues that conventional assessment criteria — focused on quantitative metrics such as revenue, market share or market structure — are insufficient to capture the dynamic effects of these transactions, such as the cooling of incentives for innovation and the reduction of market contestability. The dissertation argues that the uncritical invocation of “economic efficiency” as a justification for mergers can mask exclusionary behaviors that compromise rivalry and the diversity of financial solutions in the medium and long term. Based on a specialized literature review, normative analysis and study of specific cases judged by CADE, the paper demonstrates the need to incorporate qualitative and prospective parameters in the competitive analysis, especially with regard to the assessment of the innovative potential of acquired agents and the identification of non-immediate anticompetitive effects. Finally, it is proposed that CADE and BACEN adopt a more synergistic, prudent and contextualized approach, with a view to preserving a competitive, dynamic and socially efficient financial ecosystem. The paper argues that such institutions must assume, in addition to their repressive role, an active regulatory induction function, capable of aligning stability, competition and innovation as pillars of sustainable financial development in Brazil.

Keywords: Antitrust Law; Fintechs; Economic Efficiencies; CADE; BACEN; Innovation; Acts of Concentration.

LISTA DE ACRÔNIMOS

ACC - Acordo em Controle de Concentrações

AGU – Advocacia Geral da União

ANATEL – Agência Nacional de Telecomunicações

ANPD - Autoridade Nacional de Proteção de Dados

BACEN - Banco Central

BCN – Banco de Crédito Nacional

CADE - Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CMA - Competition and Markets Authority

CRFB – Constituição da República Federativa do Brasil

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DOJ - Department of Justice

FTC - Federal Trade Commission

IA - Inteligência artificial

IHH - Índice de Herfindahl-Hirschman

IPs - Instituições de Pagamento

M&A – Mergers and Acquisitions

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

ODS - Objetivos de Desenvolvimento Sustentável

ONU - Organização das Nações Unidas

P&D – Pesquisa e desenvolvimento

SCDs - Sociedades de Crédito Direto

SEPs - Sociedades de Empréstimo entre Pessoas

SFN - Sistema Financeiro Nacional

SSNIP - Small but Significant and Non-transitory Increase in Price

STJ – Superior Tribunal de Justiça

SUSEP - Superintendência de Seguros Privados

TMH - Teste monopolista hipotético

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.	13
2. OS FUNDAMENTOS DO DIREITO ANTITRUSTE	15
2.1. O conceito de Direito Antitruste e sua relevância para a economia de mercado.	15
2.2. Elementos essenciais da análise antitruste.	25
2.2.1. Mercado relevante e sua delimitação.....	25
2.2.2. Definição de poder de mercado.	27
2.2.3. Concorrência perfeita, concorrência imperfeita e seus pressupostos teóricos.	28
2.2.4. Abuso de posição dominante e suas consequências jurídicas.	36
2.3. Objetivos e instrumentos do Direito Antitruste.....	39
2.4. Contexto histórico do Direito Antitruste.	44
2.4.1. O desenvolvimento do Direito Antitruste nos Estados Unidos.	45
2.4.2. O desenvolvimento do Direito Antitruste na Europa.....	47
2.4.3. O desenvolvimento do Direito Antitruste no Brasil.	52
3. O BANCO CENTRAL DO BRASIL E A REGULAÇÃO ECONÔMICA – EQUILÍBRIO FINANCEIRO E DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL. ..	55
3.1. Conceito e fundamentos da regulação econômica.	55
3.2. O Banco Central do Brasil como agente regulador.	60
3.2.1. Estrutura e competências institucionais.	64
3.3. Regulação do sistema financeiro e estabilidade econômica.....	70
3.3.1. Controle da inflação e política monetária.	71
3.3.2. Supervisão prudencial e mitigação de riscos sistêmicos.	73
3.3.3. Regulamentação da concorrência no setor financeiro.	74
3.3.3.1. Conceito de conflito aparente de normas ou competência	80
3.4. Conflito aparente entre BACEN e CADE: pareceres institucionais	80
3.4.1. Parecer da Advocacia-Geral da União	80
3.4.2. Entendimento do CADE: voto do conselheiro Celso Ferreira Fernandes Campilongo no caso Finasa.....	82
3.4.3. Solução institucional: Acordo de Cooperação Técnica e entendimento atual	84
4. O PAPEL DAS FINTECHS NA TRANSFORMAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO	87
4.2. Inovações tecnológicas no âmbito das fintechs	97
4.3. Fintechs e a concorrência no setor financeiro.....	103

4.3.1 O Papel Único da Concorrência entre Instituições Bancárias.....	107
4.3.2. Disrupção e novos paradigmas no mercado financeiro	111
4.4. Desafios regulatórios e perspectivas futuras	114
4.4.1. Regulação das fintechs no Brasil	120
4.4.2. O equilíbrio entre inovação e estabilidade financeira.....	125
5. A TEORIA DAS AQUISIÇÕES ELIMINATÓRIAS	128
5.2. O papel das aquisições eliminatórias na dinâmica concorrencial	134
5.2.1. Impactos na estrutura de mercado e na concorrência	137
5.2.2. Redução da diversidade empresarial e do dinamismo inovador	139
5.2.3. Barreiras à entrada e à expansão de novos concorrentes	143
5.3. A interação entre aquisições eliminatórias e inovação	147
5.3.1. Incentivos à inovação e os efeitos das aquisições eliminatórias.....	151
5.3.2. O paradoxo da aquisição de fintechs por incumbentes.....	154
5.3.3. Consequências para o progresso tecnológico e a diversificação do mercado	161
6. CONCORRÊNCIA, INOVAÇÃO E ANÁLISE DOS ATOS DE CONCENTRAÇÃO: A INTEGRAÇÃO DO CADE E DO BACEN NAS AQUISIÇÕES ELIMINATÓRIAS	164
6.1.1. Mercado relevante e suas particularidades no sistema financeiro	169
6.1.1.1. Dimensão Produto: remodelação entre às fintechs e os bancos tradicionais.....	169
6.1.1.2. Dimensão territorial: remodelação entre às <i>fintechs</i> e os bancos tradicionais.....	173
6.1.2. Grau de concentração e aplicação do teste do monopolista hipotético	176
6.1.3. Probabilidade de exercício de posição dominante	183
6.1.4. Poder de compra e assimetrias entre <i>players</i> bancários	187
6.1.5. Eficiências econômicas e o <i>trade-off</i> concorrencial	190
6.2. O papel do CADE e do BACEN na regulação das aquisições eliminatórias.....	194
6.2.1. A competência concorrencial do CADE e do BACEN: atos de concentração no setor financeiro	195
6.2.2 A necessidade de atuação coordenada entre CADE e BACEN para proteção da inovação.....	197
6.2.3. Releitura dos Critérios de Notificação de Atos de Concentração: Limites do §7º do art. 88, da Lei 12.529 de 2011 e Propostas da as análises dos atos de concentração	206

6.2.4. Aprovação condicionada de operações de concentração: proposta de remédio antitruste frente à supressão da inovação tecnológica	212
7. CONCLUSÃO.....	219
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	222

ÍNDICE DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Mapa das Fintechs no Brasil 2019.....	85
Figura 2 – Segmentos das fintechs.....	87
Figura 3 – Número de Fintechs- Brasil.....	88
Figura 4–Objetivos de Desenvolvimento Sustentável.....	81
Figura 5 – Definições de Inteligência Artificial a partir de vários pontos de vista.....	95
Figura 6- Quadro comparativo das de análise de crédito.....	97
Figura 7 – Maiores corretoras segundo o volume em 2007.....	160
Figura 8 - "Evolução" ágora investimentos.....	161

1. INTRODUÇÃO.

Em 2017, o Itaú Unibanco anunciou a aquisição de participação relevante na Xp Investimentos¹, operação que gerou intensos debates no âmbito do Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Embora a Xp ainda estivesse em processo de expansão e não apresentasse, à época, uma ameaça direta ao domínio bancário tradicional, a operação foi vista como uma possível tentativa de neutralizar um concorrente inovador e disruptivo no setor financeiro. A preocupação central residia no potencial da aquisição de eliminar um *player* com capacidade de desafiar a estrutura consolidada do mercado bancário. O caso XP-Itaú tornou-se emblemático daquilo que a literatura passou a chamar de “*killer acquisition*”, ou aquisição eliminatória, evidenciando que o impacto concorrencial pode decorrer não do tamanho das empresas envolvidas, mas do valor estratégico da inovação que está sendo absorvida.

Esse tipo de aquisição, também conhecido como “*killer acquisition*”, evidencia que, em setores caracterizados por rápida evolução tecnológica e baixa previsibilidade competitiva, como o financeiro e o digital, a métrica tradicional de avaliação por faturamento se revela insuficiente. A eliminação precoce de concorrentes inovadores compromete não apenas a diversidade de soluções disponíveis, mas também os incentivos à inovação em sentido amplo. Nessas situações, a concentração econômica deixa de ser apenas uma questão de estrutura de mercado e passa a envolver, diretamente, a preservação da dinâmica concorrencial.

No Brasil, a atuação coordenada entre o Conselho Administrativo de Defesa Econômica e o Banco Central do Brasil tem ganhado relevância diante da crescente integração entre serviços bancários tradicionais e soluções

¹ “Após dias de negociações – e muita especulação -, o Itaú Unibanco anunciou em fato relevante, na noite desta quinta-feira (11), a aquisição de 49,9% do capital da XP Investimentos. O banco vai desembolsar R\$ 6,3 bilhões na operação, sendo R\$ 5,7 bilhões na compra de ações – o equivalente a 30,1% dos papéis ordinários – e R\$ 600 milhões em aporte de capital. O acordo ainda será analisado pelo Cade (Conselho Administrativo de Defesa Econômica), autarquia vinculada ao Ministério da Justiça que fiscaliza e previne abuso de poder econômico no mercado” (FORBES BRASIL. Itaú Unibanco compra 49,9% de participação na XP Investimentos. *Forbes*, 12 maio 2017. Disponível em: <https://forbes.com.br/negocios/2017/05/itau-unibanco-compra-499-de-participacao-na-xp-investimentos/>. Acesso em: 19 maio 2025).

tecnológicas inovadoras. A assimetria de competências e o histórico de tensões entre as duas autarquias, especialmente no tocante à análise de atos de concentração no Sistema Financeiro Nacional, impõem desafios adicionais à construção de uma resposta regulatória eficiente frente a estratégias de eliminação de concorrentes via aquisição.

Essa dissertação parte do diagnóstico de que a inovação é, atualmente, o principal vetor da competição nos mercados financeiros. Por consequência, qualquer operação que afete negativamente o ambiente inovador — ainda que sem impacto imediato nos preços — deve ser objeto de escrutínio sob a ótica da concorrência. Sustenta-se que a repressão a aquisições eliminatórias exige não apenas análise técnica refinada, mas também integração institucional entre o CADE e o BACEN, com foco na proteção de mercados contestáveis e na redução de assimetrias regulatórias.

O objetivo central deste trabalho é investigar, sob uma abordagem jurídico-econômica, se e em que medida o modelo brasileiro de controle de atos de concentração está preparado para enfrentar o desafio das aquisições eliminatórias no mercado financeiro. A partir da análise do arcabouço normativo, de decisões paradigmáticas e da atuação institucional das autarquias envolvidas, serão propostas adaptações metodológicas que contemplem critérios qualitativos e prospectivos, especialmente voltados à mensuração do potencial inovador dos agentes adquiridos.

Em síntese, a dissertação defende que a incorporação consciente da teoria das aquisições eliminatórias ao direito concorrencial brasileiro exige (i) a superação da fragmentação institucional entre CADE e BACEN; (ii) a reformulação dos critérios de notificação de atos de concentração; e (iii) a valorização da inovação como parâmetro essencial na análise da legalidade dessas operações, contribuindo para a construção de um ecossistema financeiro competitivo, inovador e funcionalmente eficiente.

2. OS FUNDAMENTOS DO DIREITO ANTITRUSTE.

2.1. O conceito de Direito Antitruste e sua relevância para a economia de mercado.

A Constituição da República (CRFB) dispõe em seu artigo 1º, inciso IV, entre os Fundamentos da República Federativa do Brasil, o famigerado livre mercado ou livre iniciativa². Ademais, no artigo 170, caput., da referida Carta, há expressa disposição no sentido de que a “ordem econômica³, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa⁴, tem por fim assegurar a todos uma existência digna, conforme os ditames da justiça social (...)”. Acerca do princípio da livre iniciativa assevera Giovani Clark (2001, p. 280):

“A livre iniciativa garante o acesso à luta pelo mercado, “democratizando” a entrada nele, sendo assim um dos pilares fundamentais do capitalismo. Diferentemente, a livre concorrência é a garantia da sobrevivência de todos os agentes econômicos que estão ou querem chegar ao mercado (...) A livre concorrência destina-se a criar condições possíveis

2 Ao comentar Constituição de 1969, Modesto Carvalhosa, aponta que o título da ordem econômica procura atender às inadiáveis necessidades e aspirações de um presente e de um futuro que, não apenas não mais se conciliam com a ideologia liberal, mas, ainda, repelem as negativas consequências históricas de sua aplicação. Com isso, explica a criação de novos princípios, que acabam por reformular, conseqüentemente, a noção de liberdade de iniciativa (Carvalhosa, Modesto. *a ordem econômica na constituição de 1969*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972).

3 Sobre a expressão “ordem econômica, Vital Moreira afirma que “em um primeiro sentido, ‘ordem econômica’ é o modo de ser empírico de uma determinada economia concreta; a expressão, aqui, é termo de um conceito de fato de não de um conceito normativo ou de valor (é um conceito do mundo do ser, portanto); o que a caracteriza é a circunstância de referir-se não a um conjunto de regras ou normas reguladoras de relações sociais, mas sim a uma relação entre fenômenos econômicos e materiais, ou seja, relação entre fatores econômicos concretos; conceito do mundo do ser, exprime a realidade de uma inerente articulação do econômico como fato; em um segundo sentido, ‘ordem econômica’ é expressão que designa o conjunto de todas as normas (ou regras de conduta), qualquer que seja a sua natureza (jurídica, religiosa, moral etc.), que respeitam à regulação do comportamento dos sujeitos econômicos; é o sistema normativo (no sentido sociológico) da ação econômica; em um terceiro sentido, ‘ordem econômica’ significa ordem jurídica da economia” (Moreira, Vital. *A ordem jurídica do capitalismo*. Coimbra: Centelha, 1973, p. 67-71).

4 Egon Bockmann Moreira defende que o princípio da livre iniciativa está intimamente relacionado à liberdade de empresa, a qual deve ser entendida sob três aspectos: a) liberdade de investimento (ou liberdade de acesso); b) liberdade de organização; e c) liberdade de contratação. Assim, o agente econômico deve ter a liberdade de ingressar no mercado, realizar seu próprio investimento, escolher a estrutura societária mais adequada e firmar os contratos de seu interesse, desde que não haja restrição legal (Moreira, Egon Bockmann. *Reflexões a propósito dos princípios da livre iniciativa e da função social*. Revista de Direito Público da Economia, Belo Horizonte, ano 4, n. 16, out/dez, 2006, p. 33).

de disputa do mercado, em um ambiente onde existem concorrentes com força e tamanho diferentes, fomentados pela livre iniciativa. Busca, assim, por intermédio do Direito, criar condições de disputa entre desiguais.”

Por fim, o artigo 170, IV, da CRFB de 1988, também menciona a livre concorrência como princípio da ordem econômica e determina que “a lei reprimirá o abuso do poder econômico⁵ que vise à dominação dos mercados⁶, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros”.

De acordo com a lição de Eros Grau (2000, p 214):

“É que a livre iniciativa é um modo de expressão do trabalho e, por isso mesmo, corolário da valorização do trabalho, do trabalho livre – como observa Miguel Reale Junior – em uma sociedade livre e pluralista”. E conclui: “Assim, livre iniciativa é expressão de liberdade titulada não apenas pelo capital, mas também pelo trabalho”.

No entanto, abre-se parênteses para um ponto relevante: a livre iniciativa não deve ser entendida tão somente como a abstenção estatal perante o particular. Por outro vértice, é inteiramente lícita a intervenção do Estado com fins a tutelar a livre iniciativa, o que ocorre, por exemplo, quando o Estado coíbe práticas em exercício abusivo de poder econômico que venham a lesar, por exemplo, a livre iniciativa a ser exercitada por concorrentes.

Feito o introito entre a livre iniciativa e a intervenção do Estado na economia, faz-se necessário compreender o conceito de mercado.

Segundo Fonseca (2017), o mercado é o espaço no qual os agentes econômicos interagem, estabelecendo a relação entre oferta e demanda de

5 Paula Forgioni adverte que “o antitruste já não pode ser visto apenas como um arranjo inteligente de normas destinado a evitar ou neutralizar os efeitos autodestrutíveis, criados pelo próprio mercado, mas ao contrário, deve ser encarado como um instrumento de implementação de políticas públicas” (Forgioni, Paula A. Os Fundamentos do Antitruste. 7. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 24).

6 Para Pontes de Miranda, dominar os mercados nacionais significa ficar em situação de poder, impor preço de mão-de-obra de matéria-prima, ou de produto, ou de regular, a seu talento, as ofertas (Ponte de Miranda, Francisco. Comentários à constituição de 1967, 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, V. VI, o. 51).

bens e serviços, o que determina preços e quantidades. Para que essa dinâmica ocorra de forma eficiente e promova o pleno desenvolvimento das atividades econômicas, é primordial garantir a todos os agentes condições adequadas para atuar. Nesse sentido, é essencial assegurar a liberdade de entrada, permanência e saída do mercado, permitindo que cada agente exerça sua atividade de acordo com seu próprio interesse.

Do ponto de vista Tomista (1995), o mercado é considerado um "ente de razão". Isso implica que nosso conhecimento da realidade começa a partir de um "ente", ou seja, algo é reconhecido como tal quando é inteligível⁷ e se relaciona ao intelecto humano. O mercado, então, é uma abstração conceitual, uma ferramenta linguística utilizada para descrever um conjunto de comportamentos e interações concretas.

Em um mercado competitivo, há uma vasta quantidade de compradores e vendedores interagindo, sem que nenhum deles possua poder individual para controlar os preços. Nesse cenário, os produtos são homogêneos, a entrada e saída de empresas é livre e a informação é perfeitamente distribuída. Mankiw (2024, p. 55) destaca que “o mercado se torna competitivo quando existem tantos compradores e vendedores que cada um deles exerce um impacto insignificante sobre o preço de mercado”.

Adam Smith, em sua obra seminal "A Riqueza das Nações" (1950), estabeleceu as bases para a compreensão do funcionamento dos mercados e da importância da concorrência na economia. Para Smith, a concorrência não

7 Citando Natalino Irti, Eros Graus preleciona em sua obra: “A exposição de Natalino Irti é incisiva: a mercado não é uma instituição espontânea, natural – não é um *locus naturalis* – mas uma instituição que nasce graças a determinadas reformas institucionais, operando com fundamento em normas jurídicas que o regulam, o limitam, o conformam; é um *locus artificialis*” (...) O mercado, anota ainda Irti, é uma ordem, no sentido de regularidade e previsibilidade de comportamentos, cujo funcionamento pressupõe a obediência, pelos agentes que nele atuam, de determinadas condutas. Essa uniformidade de condutas permite a cada um desses agentes desenvolver cálculos que irão informar as decisões a serem assumidas, de parte deles, no dinamismo do mercado. Ora, como o mercado é movido por interesses egoísticos - a busca do maior lucro possível - e a sua relação típica é a relação de intercâmbio, a expectativa daquela regularidade de comportamentos é que o constitui como uma ordem. E essa regularidade, que se pode assegurar somente na medida em que critérios subjetivos sejam substituídos por padrões objetivos de conduta, implica sempre a superação do individualismo próprio ao atuar dos agentes do mercado” (Grau, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 1997, p. 120).

era apenas um fenômeno econômico, mas um princípio imperioso para a alocação eficiente de recursos, garantindo preços justos e incentivando a inovação e o progresso. Nesse sentido assevera Heraldo Felipe de Faria em seu artigo “livre concorrência na concepção de Adam Smith” (2010):

“É no inesperado resultado dessa luta competitiva por melhoramento próprio que "a mão invisível" regula a economia, e Smith explica como a mútua competição ou concorrência força o preço dos produtos para baixo até seus níveis "naturais", que correspondem ao seu custo de produção. Isto vem a ser o foco no qual Smith demonstra que o mecanismo protetor, conversor do mal em bem, é a concorrência e a competição”.

Um dos aspectos centrais dessa concorrência era a lealdade (*fairness*), que deveria nortear as interações entre os agentes econômicos, evitando abusos e práticas desleais que comprometessem o equilíbrio do mercado. Nesse sentido preconiza Adam Smith (1976, p. 83):

“Na corrida da busca da riqueza, das honrarias e promoções, o homem pode correr o mais rápido que puder, exigindo o máximo de seus músculos, para superar todos os seus competidores. Mas se ele empurrar ou jogar ao chão algum deles, colocará termo à admiração dos expectadores. Será uma violação da lealdade (*fair play*), o que se não pode admitir.”

Ainda na baila do tocante a lealdade, mas agora lincando o egoísmo, afirma o Filósofo e economista escocês (op. cit.):

“Não é da bondade do homem do talho, do cervejeiro ou do padeiro que podemos esperar o nosso jantar, mas da consideração em que eles têm o seu próprio interesse. Apelamos, não para a sua humanidade, mas para o seu egoísmo, e nunca lhes falamos das nossas necessidades, mas das vantagens deles.

(...) É raro que pessoas que exercem a mesma atividade se encontrem, mesmo numa festa ou diversão, sem que a conversa acabe numa conspiração contra o público, ou numa maquinação para elevar os preços.”

A ideia de lealdade na concorrência está intrinsicamente ligada à concepção de mercado eficiente, onde os agentes atuam livremente, sem barreiras artificiais ou práticas predatórias que comprometam o jogo competitivo. Smith⁸ defendia que, em um ambiente onde a concorrência é genuína, os produtores são incentivados a melhorar seus produtos e reduzir custos, beneficiando os consumidores e promovendo o desenvolvimento econômico. Esse cenário, no entanto, pressupõe a ausência de monopólios e práticas anticoncorrenciais, que distorcem a livre formação de preços e limitam as opções disponíveis ao consumidor.

A teoria da "mão invisível"⁹, um dos conceitos mais conhecidos do pensamento de Smith, ilustra como o mercado, quando deixado a funcionar

8 “Quando a quantidade de uma mercadoria colocada no mercado é inferior à demanda efetiva, não há possibilidade de fornecer a quantidade desejada a todos aqueles que estão dispostos a pagar o valor integral — renda da terra, salários e lucro — que deve ser pago para colocar a mercadoria no mercado. Em consequência, ao invés de desejar essa mercadoria ao preço em que está, alguns deles estarão dispostos a pagar mais. Começará imediatamente uma concorrência entre os pretendentes, e em consequência o preço de mercado subirá mais ou menos em relação ao preço natural, na proporção em que o grau de escassez da mercadoria ou a riqueza, a audácia e o luxo dos concorrentes acenderem mais ou menos a avidez em concorrer. Entre concorrentes de riqueza e luxo igual, o mesmo grau de escassez geralmente provocará uma concorrência mais ou menos forte, de acordo com a menor ou maior importância, para eles, da aquisição da mercadoria. Daí o preço exorbitante dos gêneros de primeira necessidade durante o bloqueio de uma cidade ou em caso de fome generalizada (Smith, Adam. A riqueza das nações. São Paulo: Abril Cultural, 2 vls, Coleção “Os economistas”, 1983, p. 110).

9 Pois bem, historicamente, foi esse o modelo que o mundo ocidental tentou implantar, com as inevitáveis adaptações, a partir de fins do século XVIII, sob a inspiração da escola clássica inglesa, encabeçada pelo seu mais eminente num, Adam Smith, um professor escocês de filosofia moral que proficientemente sintetizou a sua operacionalidade com a conhecida imagem da mão invisível, segundo a qual a perseguição estrênuo do interesse pessoal de cada um operaria, pelas condições mesmas de funcionamento do mercado, o bem geral ou a felicidade de todos. Patente a sincronia dessa visão econômica com a concepção e com as conclusões dos grandes pensadores políticos que formularam, do século XVII para o XVIII, a grande construção intelectual do Estado liberal: aquele cujo fim básico seria a garantia da liberdade, pois não estava comprometido com qualquer outro. A salvação da alma dos cidadãos, a sua virtude, o seu bem-estar econômico, a sua própria felicidade seriam a ele estranhos, já que cada um desses objetivos individuais era para ser procurado e, possivelmente, alcançado a nível pessoal, desde que a todos e a cada um fosse assegurada a liberdade para fazer. O mercado funcionaria, assim, como um imenso aparelho regenerador, promovendo a reciclagem do hedonismo individual em acomodação racional do interesse da coletividade.” (Nusdeo, Fábio. Fundamentos para uma codificação do Direito Econômico. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995. 226 p, p. 9)

livremente, é capaz de se autorregular por meio da interação espontânea entre oferta e demanda. Segundo Smith, os indivíduos, ao buscarem seu próprio interesse econômico, acabam promovendo, ainda que de forma não intencional, o bem-estar coletivo. Esse mecanismo natural de regulação econômica tornou-se um dos pilares do liberalismo econômico, influenciando decisivamente a formulação das políticas econômicas modernas.

O pensamento de Smith foi profundamente influenciado pelo Iluminismo, movimento filosófico que enfatizava o uso da razão, a liberdade individual e o progresso humano. O Iluminismo teve um impacto significativo não apenas na economia, mas também na política, sendo um dos alicerces do constitucionalismo francês e norte-americano. A Constituição dos Estados Unidos, promulgada em 1787, e a Constituição Francesa de 1791 refletiam os ideais iluministas de liberdade econômica e limitação do poder estatal, criando ambientes institucionais que favoreciam o livre comércio e a competitividade dos mercados.

Dessa forma, a visão de Smith sobre a concorrência e a "mão invisível" não apenas fundamentou o liberalismo econômico, mas também exerceu influência sobre os sistemas políticos e jurídicos modernos. O reconhecimento da importância de mercados concorrenciais saudáveis levou à formulação de legislações antitruste e mecanismos regulatórios para evitar práticas desleais e garantir a livre concorrência¹⁰. Assim, o pensamento econômico de Smith

10 Cretella Júnior distingue com bastante propriedade: (i) Livre Iniciativa - "A atividade do homem é "dirigida", ou é "livre". Livre iniciativa é a possibilidade de agir, neste ou naquele sentido, sem influência externa. Não é novidade entre nós o princípio da liberdade de iniciativa, prescrito na EC nº 1 de 1969, art. 160, I ("A ordem econômica e social tem por fim realizar o desenvolvimento nacional e a justiça social, com base nos seguintes princípios: liberdade de iniciativa") [...]; (ii) Livre Concorrência - No regime de livre concorrência ou de livre competição, o mercado competitivo, ou concorrencial, caracteriza-se pelo grande número de vendedores, agindo de modo autônomo, oferecendo produtos em mercado bem organizado. No mercado competitivo, os produtos oferecidos por uma dada empresa são recebidos pelo comprador como se fossem substitutos perfeitos ou equivalentes dos produtos da firma concorrente [...]; Função social da propriedade – Antes, "propriedade" e "individual" andavam lado a lado, conjuntamente, identificando-se. Com o correr dos tempos, a "propriedade" perde seu traço individualista e se torna "social". É a função social da propriedade" [...];(iv) Defesa do Consumidor – [...] No binômio produção-consumo, a que se refere a regra jurídica constitucional, o primeiro elemento indica o bem gerado, aparelhado e posto no mercado pelo produtor e seus intermediários, ao passo que o segundo elemento alude à utilização desse mesmo bem, feita pelo consumidor [...]; Repressão ao abuso do poder econômico – [...] no universo da produção e da circulação da riqueza, o poder individual projeta-se sobre o mundo circunvizinho, e quando o indivíduo exerce controle sobre determinada empresa, quer como

permanece atual, servindo como base para debates sobre regulação, inovação e desenvolvimento econômico sustentável.

Do ponto de vista epistemológico, o termo concorrência possui múltiplos significados, incluindo aqueles apontados por Edwin S. Rockefeller (2007, p. 30):

“(1) rivalidade, (2) a ausência de restrição imposta por um agente sobre outro, (3) que existe no mercado no qual um comprador ou vendedor individual não influencia o preço por conta das suas compras ou vendas; (4) a existência de uma indústria e mercado fragmentados, preservados por conta da proteção de negócios locais, pequenos e viáveis.”

Nessa esteira, nasce o dito Direito Antitruste, também conhecido como Direito da Concorrência, é um ramo direito público jurídico que busca promover e proteger a concorrência econômica, visando impedir práticas monopolistas e anticompetitivas que prejudiquem o livre mercado, bem como a autodestruição do próprio mercado. Em miúdos, “a legislação antitruste visa tutelar a própria estruturação do mercado (Coelho, p. 1995, p. 5)”.

João Bosco Leopoldino (2007) nesse sentido, assevera que o objetivo principal desse campo é garantir um ambiente de negócios justo, onde empresas possam competir em igualdade de condições, beneficiando consumidores com melhores preços, maior qualidade e maior diversidade de produtos e serviços.

Nesse diapasão, Paula Forgioni, assevera que (2012, pp. 229-230):

“As leis antitruste¹¹ exprimem a concepção de que a liberdade econômica não é um princípio absoluto, em nome do qual se possam admitir os próprios pactos que excluem tal liberdade,

proprietário, quer como gerente ou administrador, o poder de que é detentor pode ultrapassar certos limites e influir sobre outros proprietários e administradores, prejudicando-os” (Cretella Junior, José. Comentários à Lei Antitruste. Rio de Janeiro: Forense, 1996, p. 5-13).

11 Paula Forgioni adverte que: “o antitruste já não pode ser visto apenas como um arranjo inteligente de normas destinado a evitar ou neutralizar os efeitos autodestrutíveis, criados pelo próprio mercado, mas ao contrário, deve ser encarado como um instrumento de implementação de políticas públicas” (Forgioni, Paula A. Os Fundamentos do Antitruste. 7. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 24).

mas é um regime social e econômico a se defender mesmo contra a liberdade individual, se este o ameaçar.”

A concorrência é a luta pela clientela, é liberar o comprador do poder de monopólio, permitindo-lhe o acesso a fontes alternativas do produto ou do serviço (Franceschini, 1996).

Ainda o mesmo autor preleciona que: “A liberdade de concorrência apresenta-se dotada de caráter positivo: é o direito a que o abuso da liberdade de comércio e indústria não comprometa aquele funcionamento regular dos mercados”.

Os comentários de Washington Peluso Albino de Souza (1980) afirmam que a repressão ao abuso do poder econômico não restringe o princípio da livre iniciativa, mas limita a liberdade daquele que abusa de seu poder, visando garantir a liberdade de todos os concorrentes no mercado.

A livre concorrência¹² “traduz na vida econômica o princípio da livre escolha racional, ou seja, da liberdade entendida em sentido liberal¹³ como garantia do desenvolvimento livre da personalidade individual” (Moncada, p. 316).

Portanto, para que haja a efetiva liberdade de concorrência deve subsistir três pressupostos, sendo eles a: (a) liberdade para comerciar; (b) livre escolha e (c) livre iniciativa para ingressar em novos mercados. Proteger a

12 Eros Grau (2000, p. 240-6) define o princípio da livre concorrência (art. 170, inc. IV) como “liberdade de concorrência, desdobrada em liberdades privadas e liberdades públicas, assim definidas: (a) faculdade de conquistar a clientela, desde que não através de concorrência desleal (liberdade privada); (b) proibição de formas de atuação que deteriam a concorrência (liberdade privada); e (c) neutralidade do Estado diante do fenômeno concorrencial, em igualdade de condições dos concorrentes (liberdade pública)”. Reconhece Sérgio Varela Bruna (1997, p. 136) que o princípio da livre concorrência deve ser interpretado não como uma liberdade anárquica, mas também em razão de sua função social, isto é, liberdade regrada e condicionada pelos imperativos de justiça social, existência digna e valorização do trabalho humano (Grau, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988. 3ª ed. São Paulo: Malheiros. 1997, p. 210).

13 Paula Forgioni anota que “a proteção da concorrência já existia mesmo antes da concepção liberal de livre mercado, como forma de se eliminar distorções tóxicas nocivas à população. Cita, como exemplos, a regulamentação de monopólios na antiguidade grega e a repressão ao açambarcamento de mercadorias na antiguidade romana. Sustenta a autora que a tutela da concorrência preexistente ao liberalismo clássico “não a protegia como um bem em si mesmo considerado, e muito menos como correlata a um tipo de estrutura e produção tida como ótima” Forgioni, Paula A. Os Fundamentos do Antitruste. 7. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 31)

concorrência, nesse contexto, constitui meio adequado a assegurar a liberdade econômica do indivíduo (Khemani, 1999, p. 2).

Em sendo assim, o Direito Antitruste tem como principal objetivo assegurar a livre concorrência e impedir condutas que possam comprometer o equilíbrio do mercado. Como ensina Pontes de Miranda (1983, pp. 179-180):

“Concorrer é tentar abrir caminho, ou alargá-lo; quem o alarga demais, crescentemente, tira espaço a quem concorria, ou poderia concorrer. A luta conta os monopólios inspira-se na necessidade de evitar ou de desfazer resultados da intensificação da concorrência, que pode negar o princípio de livre concorrência, ou da própria atividade pré-eliminadora da concorrência.”

Ainda nesta toada, Richard Posner (2010, p. 81) assevera que a dinâmica concorrencial existente no livre mercado maximiza a riqueza da sociedade:

“[...] o livre mercado, a despeito de quaisquer objeções igualitárias que se possam fazer contra ele, maximiza a riqueza de uma sociedade. Este é certamente um julgamento empírico, mas encontra bases mais sólidas que a afirmação de que o livre mercado maximiza a felicidade.”

Em uma economia de mercado, a competição entre agentes econômicos é fundamental para garantir eficiência produtiva, inovação e preços justos para os consumidores.

No entanto, práticas anticompetitivas, como a formação de cartéis, o abuso de posição dominante e a realização de fusões que eliminam concorrentes potenciais, podem distorcer o ambiente concorrencial, comprometendo o funcionamento saudável do mercado.

A intervenção estatal na defesa da concorrência se justifica pelo risco de que determinados agentes econômicos possam restringir ou eliminar a competição de maneira artificial, criando barreiras à entrada de novos concorrentes ou impondo condições abusivas aos consumidores e

fornecedores. Dessa forma, as normas antitruste não apenas garantem a integridade do mercado, mas também asseguram que as empresas atuem dentro de parâmetros que favoreçam o desenvolvimento econômico sustentável.

A legislação antitruste prevê tanto mecanismos repressivos quanto preventivos. No âmbito repressivo, são vedadas condutas que prejudiquem a concorrência, como acordos entre concorrentes¹⁴, imposição de preços não equitativos, imposição de preços excessivos, imposição de preços abaixo do custo. Essas práticas, quando detectadas, podem resultar na aplicação de sanções e medidas corretivas. Já no aspecto preventivo, a legislação impõe a necessidade de análise de certas operações entre empresas que possam resultar em concentração excessiva de mercado, avaliando os riscos concorrenciais e a possibilidade de impactos negativos para os consumidores.

Além da proteção da concorrência, o Direito Antitruste desempenha um papel crucial no estímulo à inovação. Em mercados altamente concentrados, há o risco de que empresas dominantes reduzam investimentos em pesquisa e desenvolvimento, uma vez que a ausência de concorrência pode diminuir o incentivo para aprimoramento de produtos e serviços. Por outro lado, quando a concorrência é estimulada, as empresas são incentivadas a inovar e a buscar maior eficiência produtiva para se manterem competitivas.

Dessa maneira, a regulação antitruste contribui para a construção de um ambiente econômico equilibrado¹⁵, garantindo que as dinâmicas concorrenciais

14 Os acordos entre os agentes econômicos tendem, muitas vezes, a viabilizar a reprodução de condições monopolísticas e, por essa razão, são tradicionalmente regulamentados pelas legislações antitruste. A união entre agentes (concorrentes ou não) é capaz de dar lugar a poder econômico tal que permita aos partícipes desfrutar de posição de indiferença e independência em relação às outras empresas, impactando o funcionamento do mercado. Os acordos podem diminuir as oportunidades de negócios para os não participantes, excluindo-os ou prejudicando-os no jogo concorrencial (Forgioni, Paula A. Os Fundamentos do Antitruste. 7. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 335).

15 “O direito concorrencial, regulatório e patentário, e mesmo o próprio direito de propriedade, em seu conceito neoestruturalista, não podem impor um resultado econômico, mas devem, ao contrário, garantir que a relação entre partes seja equilibrada e que existam efetivamente alternativas, não sendo substituídas pela decisão das (estruturas econômicas) mais poderosas. Dessa forma, eles buscam garantir que agentes econômicos descubram as melhores opções e disciplinar relações econômicas do modo mais justo e equilibrado possível” (Filho, Calixto Salomão. Direito Concorrencial - 2ª Edição 2021. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021. E-book. p.63)

operem de forma eficiente e justa. Seu impacto se reflete não apenas na proteção dos consumidores contra abusos de poder econômico, mas também na promoção de um mercado mais dinâmico, acessível e favorável ao desenvolvimento econômico e social.

2.2. Elementos essenciais da análise antitruste.

A análise antitruste envolve a avaliação de diversos elementos essenciais para determinar se determinada conduta ou estrutura de mercado compromete a livre concorrência e prejudica o bem-estar do consumidor. Entre os principais elementos, destacam-se: I) mercado relevante; II) poder de mercado, III) concorrência perfeita; e VI) abuso de posição dominante. Elementos estes que serão detalhados nos subtópicos subsequentes.

2.2.1. Mercado relevante e sua delimitação.

Na atual Lei de Defesa da Concorrência há previsão expressa de que constitui infração à ordem econômica os atos pelos quais tenham objetivo ou possam resultar em domínio de poder econômico. Cujo teor importa transcrever (Brasil, 2012):

Art. 36. Constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados:

II - dominar mercado relevante de bens ou serviços; (grifo nosso)

Nenhuma das legislações define de forma clara o conceito de "mercado relevante". Esse termo é uma adaptação do inglês "*relevant market*¹⁶",

16 "A expressão mercado relevante nada mais é do que a tradução literal da língua inglesa de *relevant market*, cujo sentido é determinar o mercado em questão, o locus pertinente à análise concorrencial de determinada prática ou operação. Delimitar o mercado relevante é então fundamental para que se proceda à análise de efeitos competitivos potenciais de operações entre empresas que resultam em concentrações de mercado, ou de efeitos competitivos de condutas adotadas por empresas em condição de impor seus interesses ao mercado, uma vez que é nesse espaço que a autoridade de defesa da concorrência deverá atuar, prevenindo ou

amplamente utilizado no direito dos Estados Unidos. O termo "relevante" transmite a ideia de adequação, relacionando-se aos bens e serviços que são gerados, distribuídos e consumidos em um determinado segmento de mercado (Varella, 1996).

Apesar de inexistir definição legal para o mencionado elemento, para delimitação deste trabalho iremos nos debruçar sob a doutrina concorrencial doméstica e internacional. Como bem prepondera João Bosco Leopoldino da Fonseca (2007), O mercado relevante pode ser definido como aquele que se relaciona diretamente com o produto específico em questão ou com a área geográfica em análise.

A Portaria Conjunta SEAE/SDE nº 50, de 1 de agosto de 2001, define ambas as facetas do mercado relevante¹⁷. Acerca do mercado relevante quanto ao produto¹⁸ é definido da seguinte maneira (Brasil, 1998):

“Um mercado relevante do produto compreende todos os produtos/serviços considerados substituíveis entre si pelo consumidor devido às suas características, preços e utilização. Um mercado relevante do produto pode eventualmente ser composto por um certo número de produtos/serviços que apresentam características físicas, técnicas ou de comercialização que recomendem o agrupamento.”

Já no tocante ao mercado relevante geográfico¹⁹, elenca o referido instrumento normativo:

reprimindo eventuais abusos concorrenciais” (Bagnoli, Vicente. Direito Econômico - 6ª Edição 2013. Rio de Janeiro: Atlas, 2013, p. 184).

17 Acerca do mercado relevante, preleciona Paula Forgioni: “O mercado relevante é aquele em que se travam as relações de concorrência ou atua o agente econômico cujo comportamento está sendo analisado. Sem sua identificação, é impossível determinar a incidência de qualquer das hipóteses contidas nos incisos do art. 36, caput, da Lei 12.529, de 2011. A partir do momento em que o texto normativo faz menção à restrição da "concorrência", para a caracterização do ilícito devemos determinar de qual concorrência estamos tratando (com o escopo de verificar se a prática analisada teve por objeto ou por efeito restringi-la). O mesmo se dá em relação ao domínio de mercado e ao abuso de posição dominante: são práticas que somente existem em concreto, ou seja, se referidas a um determinado mercado: do mercado relevante” (Forgioni, Paula A. Os Fundamentos do Antitruste. 7. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 243).

18 “O mercado relevante material (ou mercado do produto) é aquele em que o agente econômico enfrenta a concorrência, considerado o bem ou serviço que oferece. Sua delimitação, a exemplo do mercado relevante geográfico, parte da identificação das relações de concorrência” (op. cit.).

“Um mercado relevante geográfico compreende a área em que as empresas ofertam e procuram produtos/serviços em condições de concorrência suficientemente homogêneas em termos de preços, preferências dos consumidores, características dos produtos/serviços. A definição de um mercado relevante geográfico exige também a identificação dos obstáculos à entrada de produtos ofertados por firmas [leia-se: empresas] situadas fora dessa área. As firmas capazes de iniciar a oferta de produtos/serviços na área considerada após uma pequena mas substancial elevação dos preços praticados fazem parte do mercado relevante geográfico. Nesse mesmo sentido, fazem parte de um mercado relevante geográfico, de um modo geral, todas as firmas levadas em conta por ofertantes e demandantes nas negociações para a fixação dos preços e demais condições comerciais na área considerada.”

Feita a construção do da definição importada do direito americano, consolidada pela doutrina pátria e replicada pelo CADE, passemos ao conceito de Poder de Mercado.

2.2.2. Definição de poder de mercado.

Na visão neoclássica o poder de mercado, nada mais é que, a possibilidade de um agente econômico, aumentar os preços de um bem ou serviço por meio da redução de sua oferta no mercado.

O que, no entanto, é uma resposta muito simplista para o questionamento do significado de poder de mercado, Calixto Salomão (2007) em sua obra “Direito Concorrencial: as estruturas”, ressalta que é plenamente possível um grande player deter poder de mercado e, mesmo assim não aumentar seus preços, eis que se fizer isso, seus consumidores irão migrar para bens ou serviços similares.

19 O mercado relevante geográfico é a área onde se trava a concorrência relacionada à prática que está sendo considerada como restritiva. Destarte, o mercado relevante geográfico não pode ser determinado abstratamente, pois depende da localização do agente econômico e também da natureza do produto e da conduta que está sendo analisada (Forgioni, Paula A. Os Fundamentos do Antitruste. 7. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 247).

E nesta mesma toada, e plenamente possível um agente econômico menor - leia-se empresa que não detém poder de mercado - aumentar seus preços de forma extremamente significativa e, assim também diminuir sua produção.

Feita está análise, é possível concluir que, o poder de mercado é alcançado quando, há possibilidade de escolher entre essas “duas alternativas: grande participação no mercado e menor lucratividade ou pequena participação e maior lucratividade (op. cit. p.93).”

2.2.3. Concorrência perfeita, concorrência imperfeita e seus pressupostos teóricos.

Para a *mainstream economic* -seguida até hoje e considerada dominante- a concorrência perfeita é um conceito fundamental na economia que descreve um mercado idealizado, onde a competição entre empresas é maximizada e os consumidores possuem o maior poder de escolha racional²⁰ sob onde adquirir bens e serviços. É como se fosse um mercado ideal²¹, onde todos os agentes econômicos – sendo eles tanto as empresas, quanto os consumidores – possuem uma imensa simetria de oportunidades e informações. Marshall argumenta em sua obra que (1996, p. 179):

“Um mercado perfeito é uma região, grande ou pequena, onde há um certo número de compradores e de vendedores, todos

20 “A concepção da racionalidade como consistência interna das escolhas se refere a relações de coerência lógica entre as escolhas de diferentes conjuntos de alternativas, e foi levada às últimas consequências a partir da introdução da abordagem de preferência” (Samuelson, Paul. A Note on the Pure Theory of Consumer’s Behaviour, *Economica*, 5: 61, 71, 1938, p. 211).

21 Calixto Salomão Filho elucida em sua obra uma das principais formas de se analisar o poder de mercado: “O primeiro desses métodos tenta determinar o poder no mercado através da direta mensuração do sobrepreço monopolista. Define-se o assim chamado Lerner Index, que consiste no quociente entre a diferença entre preço e custo marginal para o monopolista e o preço do monopolista ($Li = (Pi - CMi)/Pi$). O índice varia entre zero e um, tendendo a um em caso de monopólio e tendendo a zero em caso de concorrência perfeita (pois, então, $Pi = CMi$). O problema desse tipo de medição é óbvio: a dificuldade na obtenção dos elementos componentes da fórmula. Mesmo o preço nem sempre é de fácil verificação. O preço de venda praticado por uma empresa para determinado produto não é algo constante. Varia frequentemente de lugar para lugar e de consumidor para consumidor. Simplesmente tirar uma média de todos esses preços não é correto, pois desconsidera o fato de que uma firma é frequentemente monopolista com relação a certos consumidores, operando em concorrência perfeita com relação a outros. A média poderia levar à conclusão de que a empresa não tem poder no mercado, o que pode não ser verdade com relação a certos grupos de consumidores” (Filho, Calixto Salomão. -Direito Concorrencial - 2ª Edição 2021. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 120)

tão bem informados em relação aos negócios dos outros que o preço de qualquer mercadoria é praticamente o mesmo em toda a região.”

Imagine um mercado onde existem inúmeras empresas produzindo um mesmo produto, como maçãs. Nenhuma dessas empresas tem poder suficiente para influenciar o preço das maçãs, pois se uma empresa tentar aumentar o preço, os consumidores simplesmente comprarão de outra empresa. Além disso, todas as maçãs são idênticas, não há maçãs "mais bonitas" ou "mais saborosas" que justifiquem um aumento de preço.

Segundo Mankiw (2013), um mercado competitivo deve possuir as seguintes características (p. 262):

- “1) Há muitos compradores e vendedores no mercado.
- 2) Os bens oferecidos pelos diversos vendedores são, em grande escala, os mesmos. Por causa dessas condições, as ações de um comprador ou vendedor individual no mercado têm impacto insignificante sobre o preço de mercado. Cada comprador e cada vendedor tomam o preço de mercado como dado.
- 3) As empresas podem entrar e sair livremente no mercado.”

Ao contrario sensu decorrerá nas palavras de Maristrello Porto e Garoupa (2021, 74) a competição imperfeita, nesse sentido asseram os autores “competição imperfeita é toda situação da competição, em qualquer mercado, que não satisfaz às condições necessárias para a competição perfeita.”

Ainda seguindo os mencionados autores, o fruto direto de mercados imperfeitos são:

“Os monopólios, em que há somente um vendedor de uma mercadoria; oligopólio, em que existem poucos vendedores de uma mercadoria; concorrência monopolística, em que há muitos vendedores que produzem bens altamente diferenciados; monopsônio, em que há apenas um comprador de um bem

ofertado por vários vendedores; e oligopsônio, em que há poucos compradores de um bem” (op.cit).

Feito o introito acerca da conceituação e das características do mercado perfeito, a visão neoclássica (Maristrello Porto e Garoupa, 2021) enxerga a concorrência perfeita é um benchmark para avaliar o bem-estar social. Em um mercado perfeitamente competitivo, a alocação de recursos é eficiente, ou seja, os bens são produzidos gerando o menor custo possível e distribuídos entre os consumidores de acordo com suas escolhas racionais²². Ao comparar outras estruturas de mercado com esse padrão, é possível identificar perdas de bem-estar social causadas por comportamentos estratégicos das empresas, como por exemplo a fixação de preços acima do custo marginal.

Ademais, a concorrência perfeita permite compreender os mecanismos de formação de preços e a determinação da quantidade produzida em um mercado. Ao analisar a interação entre a oferta e a demanda em um mercado perfeitamente competitivo, é possível identificar os fatores que influenciam os preços e a quantidade de equilíbrio. Essa compreensão é necessária para analisar mercados menos competitivos, onde as empresas podem ter mais poder para influenciar os preços e a quantidade produzida.

Passaremos agora a análise que neste trabalho é de maior importância e relevância, sendo, portanto, a crítica ao mencionado conceito estático estabelecido e veementemente copiado pela doutrina atual.

1.2.3.1. Uma crítica ao conceito estático de concorrência perfeita: concorrência como um processo.

Como foi dito anteriormente, os neoclássicos concebem a concorrência perfeita como um estado de equilíbrio, por meio de um processo estático, onde

22 “É a preocupação exclusiva com que efeitos uma determinada restrição à competição pode ter sobre o preço do produto para o consumidor que dá o tom da análise, mesmo na relação entre competidores. Esse último aspecto pode também ser entendido como uma descrença na competição em si como meio de tutela dos interesses dos consumidores. Essa perspectiva, ainda que caracterizada como protetora do consumidor, muitas vezes acaba por ser mais branda e tolerante em relação à formação e à manutenção do poder no mercado, desde que esse poder seja “eficiente”. A consequência de sua aplicação acrítica pode ser o prejuízo para o consumidor, sobretudo a longo prazo” (Filho, Calixto Salomão. -Direito Concorrencial - 2ª Edição 2021. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021. E-book. p.115.).

todos os agentes econômicos possuem perfeita informação, e os preços refletem com precisão os custos de produção. Na concepção da escola austríaca de economia²³, o conceito de concorrência é visto de uma maneira completamente distinta, nesse sentido propõe Kirzner (2012, p. 87):

“Nas décadas que se seguiram ao ensaio de Hayek, porém, alguma atenção ocasional passou a ser dada, na literatura, à necessidade de uma teoria do processo competitivo, e é reconhecido por todos, pelos menos, que o modelo de competição perfeita não fornece uma teoria de qualquer processo que seja. Embora seja demais afirmar que o ensaio de Hayek, finalmente, tenha feito os economistas reconhecerem a distinção entre competição como processo e competição como situação resultante de um processo, passou-se a reconhecer que a teoria do equilíbrio competitivo deve ser suplementada por uma teoria do processo, e que a noção de competição dos leigos pode fornecer aos menos um indicador para a construção de tal teoria.”

Ora, a teoria da concorrência perfeita é um pilar da economia neoclássica. No entanto, suas premissas e conclusões têm sido objeto de debate e críticas ao longo das décadas. O excerto a seguir, de autoria de Friedrich Hayek, contribui para esse debate, oferecendo uma perspectiva alternativa e desafiando a visão tradicional sobre a natureza da competição. Nos dizeres do autor (tradução nossa²⁴) (1996, p. 92):

23 “Apesar de existir acordo generalizado quanto ao fato de a Escola Austríaca ter nascido em 1871, com a publicação do livro de Carl Menger (1840-1921) intitulado *Princípios de Economia Política* (Menger, 1997), na realidade, o principal mérito deste autor consistiu em ter sabido recolher e impulsionar uma tradição do pensamento de origem católica e europeia continental que se pode fazer remontar até ao nascimento do pensamento filosófico na Grécia e, de forma ainda mais intensa, até à tradição de pensamento jurídico, filosófico e político da Roma clássica (De Soto, Jesus Huerta. *A Escola Austríaca*. Tradução de André Azevedo Alves. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010, p. 49)”

24 It appears to be generally held that the so-called theory of "perfect competition" provides the appropriate model for judging the effectiveness of competition in real life and that, to the extent that real competition differs from that model, it is undesirable and even harmful. For this attitude there seems to me to exist very little justification. I shall attempt to show that what the theory of perfect competition discusses has little claim to be called "competition" at all and that its conclusions are of little use as guides to policy. The reason for this seems to me to be that this theory throughout assumes that state of affairs already to exist which, according to the truer view of the older theory, the process of competition tends to bring about (or to approximate) and that, if the state of affairs assumed by the theory of perfect competition ever existed, it would not only deprive of their scope all the activities which the verb "to compete" describes but would

“Parece ser geralmente sustentado que a chamada teoria da “concorrência perfeita” fornece o modelo apropriado para julgar a eficácia da competição na vida real e que, na medida em que a competição real difere desse modelo, é indesejável e até prejudicial. Para essa atitude, parece-me que existe muito pouca justificativa. Tentarei mostrar que o que a teoria da concorrência perfeita discute tem pouca pretensão de ser chamado de “competição” e que suas conclusões são de pouca utilidade como guias para políticas. A razão para isso parece-me ser que essa teoria assume que o estado de coisas já existe, o que, de acordo com a visão mais verdadeira da teoria mais antiga, o processo de competição tende a provocar (ou aproximar) e que, se o estado de coisas assumido pela teoria da concorrência perfeita alguma vez existisse, não apenas privaria de seu escopo todas as atividades que o verbo “competir” descreve, mas as tornaria virtualmente impossíveis.”

Nesse mesmo sentido assevera Reisman (2005, tradução nossa²⁵):

“Concorrência pura e perfeita” é totalmente diferente de tudo o que normalmente se quer dizer com o termo “concorrência”. Normalmente, pensa-se em concorrência como denotando uma rivalidade entre produtores, na qual cada produtor se esforça para igualar ou exceder o desempenho de outros produtores. Não é isso que “concorrência pura e perfeita” significa.”

Partindo do pressuposto do processo concorrencial como uma situação estática, não haveria espaço para inovação, pois as empresas já produzem ao menor custo possível. A crítica central é que esse modelo estático não consegue explicar a constante mudança e evolução dos mercados, caracterizados por inovação, criatividade e descoberta de novas oportunidades. O que é mais crível de se defender, seria então o mencionado processo como

make them virtually impossible” (HAYEK, F.A. Individualism and Economic Order. University of Chicago Press, 1996).

25 “Pure and perfect competition” is totally unlike anything one normally means by the term “competition.” Normally, one thinks of competition as denoting a rivalry among producers, in which each producer strives to match or exceed the performance of other producers. This is not what “pure and perfect competition” means” (REISMAN, George. Platonic competition. Disponível em: <<https://www.capitalism.net/excerpts/1-931089-24-8.pdf>> acesso em 22.03.2025.

algo dinâmico e imprevisível, e não estático e imutável como nos modelos ideais neoclássicos. Nesse sentido preleciona Kirzner (2012, p. 11):

“Concorrência perfeita passou a significar uma situação nos mercados na qual nenhum concorrente tem poder para influenciar o preço ou a qualidade do produto. As condições necessárias para definir tal situação perfeita são, como era de se esperar, completamente irreais, incluindo informações perfeitas e universais sobre todos os eventos atuais e potenciais do mercado.”

Ora, se formos levar em consideração o conceito neoclássico de concorrência, nenhum ramo do mercado seria perfeito, o que acarretaria fortes intervenções estatais diariamente na economia não só Brasileira, mas também mundial. Nessa perspectiva, André Luiz Santa Cruz Ramos (2015, p. 123):

“... A razão para isso parece-me ser que essa teoria assume que existe um estado de coisas em que, de acordo com a visão mais verdadeira da teoria velha, o processo de concorrência tende a trazer (ou se aproximar) e que, se o estado de coisas assumido pela teoria da concorrência perfeita alguma vez viesse a existir, ele não só privaria em seu escopo todas as atividades que o verbo “concorrer” descreve, como as tornariam virtualmente impossíveis.”

Como foi visto, a Escola Austríaca, por sua vez, adota uma perspectiva mais processual e dinâmica da concorrência. Os austríacos argumentam que a concorrência não é um estado, mas um processo contínuo de descoberta e adaptação. Os empreendedores, ao buscarem lucros, introduzem novas ideias, produtos e processos no mercado, perturbando o equilíbrio existente. Essa constante busca por oportunidades e a incerteza inerente ao processo econômico são os motores da mudança e do progresso econômico. Nesse sentido assevera Dominick Armentano (1999, p. 1972, p. 230):

“Em há que mencionar o desenvolvimento da teoria austríaca da concorrência e do monopólio, que exige o abandono das teorias estáticas sobre os mercados que constam da

generalidade dos atuais manuais de Economia, e a sua substituição por uma teoria da concorrência entendida como um processo dinâmico de rivalidade puramente empresarial, que torna irrelevantes e inexistentes os supostos problemas de monopólio entendidos no seu sentido tradicional e fixa a sua atenção nas restrições institucionais ao livre exercício da empresarialidade em qualquer área de mercado. Um importante corolário de política econômica da análise austríaca sobre a concorrência e o monopólio é a reconsideração de toda a política e legislação anti-trust que, em grande medida, na óptica austríaca, acaba por ser prejudicial ou redundante.”

Um dos pontos-chave da crítica austríaca à visão neoclássica é a impossibilidade de conhecimento perfeito. Os agentes econômicos nunca possuem todas as informações necessárias para tomar decisões perfeitamente racionais. A incerteza é uma característica essencial do mundo real e influencia profundamente o comportamento dos indivíduos e das empresas. A concorrência, nesse contexto, é um processo de descoberta gradual, onde os agentes aprendem com os erros e acertos, adaptando-se às novas informações que surgem. Nas palavras de Reisman (2005, p. 3, tradução nossa²⁶):

"A teoria da “concorrência pura e perfeita” é o elemento central tanto da teoria econômica contemporânea quanto da atuação prática da divisão antitruste do Departamento de Justiça [dos EUA]. A teoria da “concorrência pura e perfeita” é o critério pelo qual os economistas contemporâneos e procuradores do Departamento de Justiça decidem se uma indústria é

26 "The theory of “pure and perfect competition” is the central element of both contemporary economic theory and the practical work of the antitrust division of the [U.S.] Department of Justice. The theory of “pure and perfect competition” is the criterion by which contemporary economists and Justice Department prosecutors decide whether an industry is “competitive” or “monopolistic” and what should be done if they find it to be “uncompetitive.” [...] “This “concept” divorced from reality, this Platonic “ideal of perfection” extracted as a criterion for judging existing things, is one of the main reasons why businessmen have been imprisoned, large corporations have failed, others have been deprived of the opportunity to expand, economic progress has been retarded, and the improvement of our material well-being has been significantly restricted. This “concept” underlies all antitrust prosecutions, which have forced businessmen to operate under conditions that amount to a reign of terror” (REISMAN, George. Platonic competition. Disponível em: <<https://www.capitalism.net/excerpts/1-931089-24-8.pdf>> acesso em 22.03.2025).

“competitiva” ou “monopolista” e o que deve ser feito se eles acharem que ela não é “competitiva”.

[...]

“Esse “conceito” divorciado da realidade, esse “ideal de perfeição” platônico extraído para servir de critério de julgamento de coisas existentes é uma das principais razões pelas quais empresários foram presos, grandes corporações faliram, e outras foram privadas de se expandir, o progresso econômico foi retardado e a melhoria do nosso bem-estar material foi significativamente restrita. Esse “conceito” está na base de todos os processos antitruste, os quais têm forçado os empresários a operar em condições que se aproximam de um reinado de terror.”

A análise apresentada neste tópico demonstra que o conceito de concorrência neoclássico, embora seja um ponto de partida importante, não é capaz de explicar todos os fenômenos observados nos mercados reais.

Para que não haja confusões metodológicas e conceituais, é necessária entender que, a adoção de uma perspectiva dinâmica da concorrência se coaduna com o marco teórico deste trabalho, Joseph Schumpeter, cuja concepção de "destruição criativa" fornece uma visão realista e evolutiva dos mercados. Para Schumpeter (Schumpeter, 1942), a concorrência não se reduz a um estado estático de equilíbrio, mas consiste em um processo de inovação contínua, no qual novas tecnologias, produtos e métodos de organização empresarial desestabilizam o *status quo*, substituindo empresas ineficientes por empreendedores mais inovadores.

Essa perspectiva dinâmica, embora possua afinidade com algumas ideias da Escola Austríaca (Kirzner, 1973), como a ênfase na função do empreendedor e na imprevisibilidade dos mercados, não implica adesão irrestrita às suas premissas metodológicas. A mencionada Escola adota uma postura radicalmente crítica em relação ao antitruste, entendendo que qualquer intervenção estatal tende a prejudicar o processo competitivo. Por outro lado, a Escola de Chicago (Posner, 2001), cuja abordagem também é utilizada nesta

pesquisa, parte de um enfoque mais analítico e empírico, buscando avaliar os efeitos concretos sobre a eficiência econômica e o bem-estar do consumidor.

O núcleo metodológico deste trabalho mantém-se, portanto, ancorado nas contribuições da Escola de Chicago (Bork, 1978), em especial na defesa de um antitruste restrito, fundamentado em análises de custo-benefício e em evidências empíricas rigorosas. De acordo com essa visão, o antitruste deve ter como objetivo principal a proteção do bem-estar do consumidor, e não a preservação da concorrência como um fim em si mesmo (op. cit.).

Ainda que Schumpeter (1934, 1942), Hayek (1945, 1960) e Kirzner (1973) apresentem uma crítica consistente à visão estática do mercado, o presente estudo não busca unificar tais correntes, mas sim extrair de forma crítica e seletiva elementos que aprofundem a compreensão da dinâmica competitiva, em especial no contexto das *fintechs*, da inovação e inclusão financeira no mercado.

Portanto, não há qualquer confusão entre os fundamentos dessas escolas, mas sim um diálogo crítico, no qual a concepção schumpeteriana de concorrência inovadora serve de base para analisar a insuficiência do modelo de concorrência perfeita, bem como para trazer o principal motor do capitalismo contemporâneo, ao passo que os critérios metodológicos permanecem vinculados à eficiência alocativa e produtiva, conforme preconiza a tradição de Chicago (Stigler, 1968).

2.2.4. Abuso de posição dominante e suas consequências jurídicas.

O abuso de posição dominante²⁷ é apontado tanto pela doutrina, como pela jurisprudência pátria e internacional, como uma das condutas unilaterais que objetivam a eliminação da concorrência.

27 Sérgio Bruna VARELLA define a posição dominante como “aquela que confere a seu detentor quantidade substancial de poder econômico ou de mercado, a ponto de que possa ele exercer influência determinante sobre a concorrência, principalmente ao que se refere ao processo de formação dos preços, quer atuando sobre o volume da oferta, quer sobre o da procura, e que lhe proporcione elevado grau de independência em relação aos demais agentes econômicos do mercado relevante” (Bruna, Sérgio Varella. O poder econômico e a conceituação do abuso em seu exercício. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2001, p. 115).

Paulo Burnier (2020), aponta que a afeição de posição dominante é realizada após a definição e enquadramento do mercado relevante, ou seja, o seu *market share*. Esse indicador é essencial para a análise do poder de mercado e, conseqüentemente, para a verificação de uma possível posição dominante.

Conforme preceitua o mesmo autor (Op. Cit.), o § 2º da Lei nº 12.529 de 2011, fixa expressamente o patamar de 20% como limite para a existência de poder de mercado. Curo teor importa transcrever (Brasil, 2011):

“§ 2º Presume-se posição dominante sempre que uma empresa ou grupo de empresas for capaz de alterar unilateral ou coordenadamente as condições de mercado ou quando controlar 20% (vinte por cento) ou mais do mercado relevante, podendo este percentual ser alterado pelo Cade para setores específicos da economia”.

Esse dispositivo busca identificar situações em que o poder de mercado de uma empresa ou grupo possa comprometer a concorrência, permitindo que exerçam influência significativa no mercado relevante. Sobre o tema, Bournier (Op.Cit.) observa que o patamar de 20% adotado pela legislação brasileira é considerado baixo em comparação com outros ordenamentos jurídicos, como o europeu, onde o limite é de 40%. Tal diferença justifica críticas, uma vez que, no Direito europeu, presume-se improvável a posição dominante de uma empresa com participação inferior a esse percentual. Apesar disso, o CADE tem aplicado o critério de 20% como presunção da existência de posição dominante, reforçando sua abordagem rigorosa na prevenção de práticas anticompetitivas no mercado brasileiro.

Como bem asseveram Ciro Silva Martins e Laura Soares Miranda dos Santos “a Lei 12.529 de 2011, não reprova a conquista de mercado resultante do processo fundado na maior eficiência de um agente em relação aos seus competidores” (2020). Como bem ressalta Fábio Ulhoa Coelho em sua obra (2011, p. 219):

“O poder econômico, note-se, é um dado de fato inerente ao livre mercado. Se a organização da economia se pauta na liberdade de iniciativa e de competição, então os agentes econômicos são necessariamente desiguais, uns mais fortes que outros. Ou seja, conforme assentou Miguel Reale, o poder econômico não é em si ilícito, mas é o instrumento normal ou natural de produção e circulação de riquezas nas sociedades constitucionalmente organizadas em função do modelo da economia de mercado (em Franceschini-Franceschini, 1985:521). Ora, nem a Constituição nem a lei poderiam ignorar ou pretender a eliminação do poder econômico. O direito somente pode disciplinar o exercício desse poder, reprimindo iniciativas que comprometem as estruturas do livre mercado.”

Em sendo assim, o simples poder de mercado não constitui *per si* um abuso de poder econômico (poder de mercado), tampouco uma infração contra a ordem econômica, nem desequilibra o mercado. Como preceitua João Bosco Leopoldino (2007), “o domínio de mercado decorre de uma força econômica maior de tecnologias mais avançadas de organização mais eficiente por parte de uma empresa no contexto do mercado”.

Acerca do mencionado processo de conquista natural de poder de mercado, o § 1º do art. 36 da Lei 12.529 de 2011²⁸, desqualificou a conquista do mercado em decorrência de uma maior eficiência como ilícito anticoncorrencial. A respeito do mencionado preceito, mas mencionando artigo da 8.884 de 1994²⁹ -que foi expressamente replicado na nova lei- preleciona Sheiber (1963, p. 36):

“Conclui-se que ‘dominar os mercados nacionais’ só é um abuso de poder econômico quando ‘por meio de ações delineadas nas alíneas ‘a’ a ‘g’ do art. 2º, e.g, ajuste ou acordo entre empresas, aquisição de acervo de empresas, ou criação

28 Art. 36. § 1º. A conquista de mercado resultante de processo natural fundado na maior eficiência de agente econômico em relação a seus competidores não caracteriza o ilícito previsto no inciso II do caput deste artigo (Brasil, 2011).

29 § 1º A conquista de mercado resultante de processo natural fundado na maior eficiência de agente econômico em relação a seus competidores não caracteriza o ilícito previsto no inciso II (Brasil, 2011).

de dificuldade à constituição ou ao funcionamento de uma empresa...”

Entretanto, as empresas que detêm uma posição dominante no mercado estão sujeitas a requisitos e obrigações específicas no âmbito da legislação antitruste, em virtude do impacto potencial de suas práticas sobre a dinâmica competitiva. Eis que, a atuação dessas empresas pode resultar em efeitos negativos adversos no mercado, como a exclusão de concorrentes³⁰ e redução da competitividade³¹, o que pode levar, a médio ou longo prazo, ao aumento de preços e à diminuição do bem-estar dos consumidores.

Tais práticas podem ser prejudiciais à concorrência, pois o poder de mercado concentrado permite que a empresa dominante distorça as condições normais de competição, comprometendo a eficiência econômica e o acesso dos consumidores a opções mais acessíveis e inovadoras.

2.3. Objetivos e instrumentos do Direito Antitruste.

O Direito Antitruste tem um papel indispensável na preservação da concorrência e no funcionamento eficiente da economia de mercado. Ele se apresenta como um conjunto de normas e princípios destinados a coibir práticas que possam comprometer a livre concorrência, evitando a formação de monopólios, cartéis e condutas abusivas que prejudiquem tanto consumidores quanto outras empresas. O direito da concorrência, como também é conhecido, busca garantir que os agentes econômicos atuem em um ambiente

30 Paula FORGIONI ressalta que “a empresa que se encontra em posição dominante tende a adotar o comportamento típico do monopolista, aumentando preços no limite máximo, não prezando a qualidade de seu produto ou serviço e ainda impondo a outros agentes econômicos as práticas que não adotariam, caso houvesse concorrência. Basta a influência, o poder de determinar as regras do jogo de forma unilateral, independente e autônoma, neutralizando as forças normais que regeriam o mercado”. (Forgioni, Paula A. Os Fundamentos do Antitruste. 7. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 260-261).

31 Calixto SALOMÃO FILHO afirma que “a limitação à concorrência deve ser temida já no seu início. Exatamente porque a limitação à concorrência faz parte da racionalidade monopolista, tão mais difundidas e repetidas serão as condutas anticoncorrenciais quanto maior for o poder de mercado. Consequentemente, tão mais fácil será sancioná-lo quanto mais na origem, no início ou na incipiência for ele descoberto e as práticas ilícitas sancionadas. A conclusão, portanto, é que dominação do mercado haverá toda vez que existir risco de limitar a concorrência em seu sentido institucional, isto é, reduzir a escolha do consumidor. Isso ocorrerá tanto quando houver risco de exclusão de concorrente ou de colusão entre concorrentes que possa ter impacto sobre o mercado, limitando a escolha do consumidor” (Filho, Calixto Salomão. Direito concorrencial: as condutas. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 122).

competitivo, promovendo a inovação, a eficiência produtiva e o bem-estar do consumidor³². Nesse sentido (Carvalho, 2013, p.31):

“Quando empresas concorrem entre si, elas buscam ofertar bens e serviços de maior qualidade e a preços mais baixos. O resultado dessa competição é o consumidor pagar menos para ter acesso a uma maior variedade de produtos e serviços. Competitividade estimula a inovação e o aumento de eficiência e de produtividade, além de gerar oportunidade para empresas entrarem em um mercado e desenvolverem seus negócios. Esses elementos contribuem para um ambiente econômico sadio, com geração de crescimento para o país e bem-estar para a sociedade.”

Os objetivos do Direito Antitruste são diversos e abrangem aspectos tanto econômicos quanto jurídicos. Um dos principais é a promoção da concorrência, garantindo que o mercado funcione de maneira eficiente e sem distorções que favoreçam um pequeno grupo de empresas em detrimento da coletividade. Acerca da autodestruição dos mercados e da imprescindibilidade da regulação estatal de mercado, prepondera Paula Forgioni³³ (2012, pp. 61-63):

“Retomando nossa linha de evolução da concorrência, percebe-se claramente que, quando da revolução industrial,

33 Friedrich A. Hayek contesta a ideia da tendencia autodestrutiva da concorrência:“(…) alegam que 'o capitalismo em seus primórdios', ou o 'liberalismo' provocou um rebaixamento do padrão material da classe trabalhadora. A lenda, embora totalmente falsa, tornou-se parte do folclore de nossa época. O fato é, evidentemente, que, em decorrência do desenvolvimento de mercados livres, a remuneração do operariado conheceu, nos últimos cento e cinquenta anos, uma elevação jamais ocorrida em qualquer período anterior da história. Grande parte das obras contemporâneas sobre filosofia do direito também está repleta de clichês ultrapassados acerca da suposta tendência autodestrutiva da complexidade do mundo moderno, clichês decorrentes do entusiasmo pelo 'planejamento' de trinta ou quarenta anos atrás, quando a ideia gozava de grande prestígio e suas implicações totalitárias ainda não eram claramente compreendidas" (Hayek, Friedrich A. Direito, legislação e liberdade. São Paulo: Visão, 1985, v, 77).

dá-se início a uma sua nova concepção, correlata ao mercado liberal. Livre mercado significa poder conquistar novos consumidores, praticando o comércio e a indústria como bem aprouver ao agente econômico. E tudo isso não é possível sem que haja a livre concorrência.

Foi posteriormente comprovado pela história que essa livre atuação dos agentes econômicos acabou por gerar elevada concentração de capitais e poder em mãos de alguns, trazendo fatores de instabilidade que comprometiam a preservação do mercado. As concentrações e os monopólios causavam distúrbios sociais não indiferentes. Basta pensar na prática dos chamados "preços de monopólio", que propiciam alto lucro para o produtor ou comerciante, pagos pela população. De outra parte, os monopólios, ou as grandes concentrações de poder econômico, acabam por sujeitar a classe operária a condições desfavoráveis de trabalho. [...]

Percebeu-se, ainda, que a competição selvagem entre os agentes econômicos é potencialmente prejudicial, podendo levar a sua destruição, e deve, portanto, ser regulamentada.”

Quando há um ambiente concorrencial saudável, os consumidores podem se beneficiar de preços mais baixos, maior qualidade nos produtos e serviços e um número maior de opções disponíveis. Além disso, a concorrência estimula a inovação, uma vez que as empresas são incentivadas a desenvolver novas tecnologias e aprimorar suas ofertas para se manterem competitivas no mercado.

O combate às práticas anticompetitivas é outro aspecto central do Direito Antitruste. Práticas como cartéis³⁴, fixação de preços³⁵, divisão de mercado e

34 Paula Forgioni em sua obra citando Nelson de Azevedo Branco e Celso de Albuquerque Barreto, indaga que:“(...) o cartel representa um acordo, um ajuste, uma convenção, de empresas independentes, que conservam, apesar desse acordo, sua independência administrativa e financeira. (...) O cartel tem como precípua objetivo eliminar ou diminuir a concorrência e conseguir o monopólio em determinado setor de atividade econômica. Os empresários agrupados em cartel têm por finalidade obter condições mais vantajosas para os partícipes, seja na aquisição da matéria-prima, seja na conquista dos mercados consumidores, operando-se, desta forma, a eliminação do processo normal de concorrência” (Forgioni, 2012, p. 399, apud Branco; Barreto, 1964, p. 30).

abusos de posição dominante³⁶ são algumas das condutas reprováveis no âmbito da defesa da concorrência. Os cartéis, por exemplo, ocorrem quando empresas concorrentes combinam entre si preços ou condições de venda, eliminando a concorrência e prejudicando diretamente os consumidores. Como foi mencionado em tópico específico, o abuso de posição dominante ocorre quando uma empresa utiliza seu poder econômico para dificultar ou impedir a atuação de concorrentes, por meio de práticas como preços predatórios ou contratos de exclusividade que limitem a competição no mercado.

Outro objetivo essencial do Direito Antitruste é evitar a concentração excessiva de mercado. A existência de monopólios ou oligopólios³⁷ pode levar ao abuso de poder econômico, permitindo que empresas dominantes pratiquem preços abusivos ou limitem o acesso de novos entrantes ao mercado. Para evitar essas distorções, o direito da concorrência estabelece regras que impedem a formação de estruturas empresariais que possam comprometer o equilíbrio do mercado. A atuação estatal nesse sentido busca impedir que um único agente controle um setor econômico de forma a eliminar a concorrência e prejudicar os consumidores.

Para alcançar esses objetivos, o Direito Antitruste dispõe de diversos instrumentos de controle e fiscalização. Um dos mais relevantes é o controle de condutas, que visa reprimir práticas anticompetitivas já em curso no mercado. Esse controle ocorre por meio da investigação e punição de empresas que adotam comportamentos lesivos à concorrência. As sanções podem variar desde multas até a imposição de obrigações específicas para restaurar o equilíbrio concorrencial no setor afetado.

35 “As principais preocupações associadas à fixação e/ou sugestão de preços de revenda estão justamente relacionadas a essa eliminação da concorrência. A depender das condições estruturais dos mercados de produção e revenda, esse tipo de prática pode induzir o alinhamento de preços entre pontos de venda, na revenda de uma mesma marca ou de marcas concorrentes, ou, ainda, entre fabricantes de produtos rivais” (Paschoalini, Ana Paula. Fixação e sugestão de preços de revenda: principais feitos concorrenciais e distribuição do ônus de prova. REVISTA DO IBRAC Volume 22 - Número 2 - 2016, p. 51-68).

36 Vide tópico 1.2.4.

37 “Os monopólios, em que há somente um vendedor de uma mercadoria; oligopólio, em que existem poucos vendedores de uma mercadoria; concorrência monopolística, em que há muitos vendedores que produzem bens altamente diferenciados; monopsônio, em que há apenas um comprador de um bem ofertado por vários vendedores; e oligopsônio, em que há poucos compradores de um bem” (Mankiw, N G. Introdução à economia – Tradução da 8ª edição norte-americana. 4th ed. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2019).

Outro instrumento essencial é o controle de estruturas, que analisa previamente operações de fusão e aquisição entre empresas. Esse tipo de controle busca evitar que a concentração de mercado decorrente dessas operações comprometa a concorrência. Quando duas empresas concorrentes planejam uma fusão, por exemplo, é necessário avaliar se essa operação não resultará na criação de uma empresa dominante, com poder para impor preços elevados ou restringir a oferta de produtos e serviços. Caso se identifique um risco significativo à concorrência, a fusão pode ser barrada ou aprovada com restrições.

Além disso, o Direito Antitruste também atua por meio da advocacia da concorrência³⁸, que tem o objetivo de disseminar uma cultura de defesa da concorrência e de aprimorar o ambiente regulatório. A advocacia da concorrência envolve a atuação junto a órgãos governamentais, recomendando políticas públicas e regulatórias que favoreçam a concorrência e evitem barreiras indevidas ao ingresso de novas empresas no mercado. Esse instrumento tem um caráter preventivo e busca reduzir a necessidade de intervenções mais severas no futuro.

A regulação setorial também desempenha um papel crucial dentro do arcabouço do Direito Antitruste. Em setores altamente regulados, como telecomunicações, energia e transportes, a intervenção do Estado se faz necessária para equilibrar as forças do mercado e evitar abusos. A interação entre regulação e concorrência deve ser harmonizada para garantir que a

38 Além dos controles preventivo e repressivo, que definem o escopo das infrações à ordem econômica, o Direito da Concorrência é também alavancado pela chamada advocacia da concorrência. Trata-se de um modo institucional de promover a política pública de defesa da concorrência, geralmente por mecanismos de non-enforcement das normas do Direito da Concorrência, por meio de interações da autoridade da concorrência com atores públicos e privados. O objetivo central é enfatizar os benefícios da concorrência e aumentar a percepção pública da sua importância na sociedade. A Lei 12.529/2011 definiu a atribuição de advocacia da concorrência à Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), que executa a tarefa principalmente por meio de estudos de mercado e opiniões sobre os potenciais impactos concorrenciais de projetos legislativos. Em complemento à atuação da SEAE, o CADE desenvolve também formas de advocacia de concorrência, beneficiado pela posição de enforcer, isto é, aplicador das normas de concorrência no Brasil. Há, ainda, iniciativas conjuntas entre o CADE e a SEAE, que atuam por meio de um comitê específico criado para tal fim: o Comitê de Cooperação em Advocacia da Concorrência (C-CAC), responsável por identificar temas relevantes para a elaboração de políticas públicas relacionadas ao tema (Silveira, Paulo Burnier da. *Direito da Concorrência* - 1ª Edição 2021. Rio de Janeiro: Forense, 2020, p.109).

entrada de novos competidores não seja impedida por regulamentações excessivamente restritivas, ao mesmo tempo em que a proteção aos consumidores seja mantida.

Por fim, o Direito Antitruste não se restringe a um único país, mas possui um caráter global. Em um cenário de mercados cada vez mais interconectados, a cooperação internacional entre autoridades concorrenciais se torna essencial para combater práticas anticompetitivas que ultrapassam as fronteiras nacionais. A globalização das operações comerciais exige uma atuação coordenada entre diferentes jurisdições para evitar que empresas multinacionais se aproveitem de lacunas regulatórias para burlar as regras da concorrência.

Em síntese, o Direito Antitruste desempenha uma função essencial na economia de mercado, promovendo um ambiente concorrencial equilibrado, protegendo os consumidores e incentivando a inovação³⁹ e a eficiência. Por meio de instrumentos como o controle de condutas, o controle de estruturas e a advocacia da concorrência, busca-se garantir que o mercado opere de maneira justa e competitiva. A aplicação efetiva dessas normas é fundamental para evitar distorções que possam comprometer o desenvolvimento econômico e social, assegurando que a concorrência continue a desempenhar seu papel como um dos pilares fundamentais do sistema capitalista.

2.4. Contexto histórico do Direito Antitruste.

Trazidos o conceito de direito concorrencial, seus principais elementos, bem como seus objetivos, fazem-se necessário remontar o contexto histórico do direito antitruste -ainda que não exaustivamente.

39 Nas palavras do Professor Fabio Ulhoa Coelho: “São bens integrantes da propriedade industrial: a invenção, o modelo de utilidade, o desenho industrial e a marca. O direito de exploração com exclusividade dos dois primeiros se materializa no ato de concessão da respectiva patente (documentado pela carta-patente); em relação aos dois últimos, concede-se o registro (documentado pelo certificado)”. (...) A Lei de Propriedade Industrial (LPI – Lei nº 9.279/96), em seu artigo 2º, dispõe que a proteção dos direitos de propriedade industrial, considerando o interesse social e o desenvolvimento tecnológico e econômico do País, efetua-se mediante (i) a concessão de patentes de invenção e modelo de utilidade, (ii) a concessão de registro de desenho industrial, (iii) a concessão de registro de marca, (iv) a repressão às falsas indicações geográficas, e (v) pela repressão da concorrência desleal. Ou seja, esses são os bens jurídicos tutelados pela LPI (Silveira, Paulo Burnier da. Direito da Concorrência - 1ª Edição 2021. Rio de Janeiro: Forense, 2020. E-book. p.140).

A seguir, será abordado de forma a traçar o contexto história e o desenvolvimento do Direito Concorrencial no Brasil, União Europeia e EUA.

2.4.1. O desenvolvimento do Direito Antitruste nos Estados Unidos.

Segundo João Grandino Rodas e Gesner Oliveira (2004), ex-presidentes do Conselho Administrativo da Defesa da Concorrência, no período em que fora editado o mencionado diploma concorrencial, os Estados Unidos vivenciava a “era dos trusts”, onde as empresas familiares controlavam o mercado, a ponto de poderem fixar os preços como bem entendiam.

Ainda nos disseres dos mesmos autores, tais atos eram por si só atentatórios a democracia e ao igualitarismo da cultura norte americana (Op. cit.).

Dados os excessivos abusos, foi necessário ser criada a primeira Lei Concorrencial dos Estados Unidos, em 1890, na 51ª Sessão do Congresso, aprovada a *Sherman act*⁴⁰, por proposta do Senador John Sherman (Fonseca, 2017), inspirando justamente na crença nos benefícios da livre concorrência, ante o grande avanço dos *trusts*⁴¹, e conseqüentemente a o fechamento do mercado. Nesse diapasão ilustra Calixto Salomão Filho (2007):

“A exposição dos fatores político-econômicos relevantes para aprovação do Sherman Act permite focalizar corretamente a questão. Em primeiro lugar, fica bastante evidente que a maior preocupação relativamente aos monopólios naquela época eram os efeitos econômicos negativos sobre o consumidor.

[...]

41 Com a concentração de poder foram surgindo grandes trusts que atuavam como monopólios motivando o surgimento do direito antitruste nos EUA edificado pelo Sherman Act. Conforme explica FRANCESCHINI: “[...] existe nos EUA a convicção de que a livre concorrência é um dos esteios da sociedade norte-americana, um bem em si e não apenas um instrumento da política econômica do país, uma verdadeira “instituição nacional”. (Franceschini, José Inácio Gonzaga. Poder Econômico: exercício e abuso – Direito Antitruste Brasileiro. São Paulo: RT, 1985. p. 629).

A preocupação principal é, portanto, com o poder dos monopolistas sobre os consumidores. Não só o poder econômico, também o poder político.

[...]

O Sherman Act é uma lei promulgada em um contexto político-econômico de proteção do consumidor contra o “excesso poder econômico no mercado”. É essa sua única preocupação” (Salomão Filho, p. 71).

Ainda acerca do *Sherman Act*, acrescenta Paula Forgioni (2012):

“O *Sherman Act* de 1890 representa, para muitos, o ponto de partida para o estudo dos problemas jurídicos relacionados à disciplina do poder econômico. Com efeito, essa legislação deve ser entendida como o mais significativo diploma legal que corporificou a reação contra a concentração de poder em mãos de alguns agentes econômicos, procurando discipliná-la” (Forgioni, p. 66)

O termo “antitruste” deriva justamente da intenção de combater esses conglomerados, que concentravam poder econômico e sufocavam a concorrência.

Como bem afirma Waldirio Burgarelli (1996), posteriormente, com o objetivo de garantir a eficácia da nova legislação, tornou-se necessário instituir uma entidade com a responsabilidade de analisar e decidir sobre as questões relacionadas à sua implementação.

Em setembro de 1914, foi criada a "*Federal Trade Commission (FTC)*"⁴², uma autoridade autônoma, incumbida de "evitar que indivíduos, corporações ou

42 “Nesse contexto, a criação da Federal Trade Commission-FTC, em 1914, acompanhou o alargamento do poder do Estado federal nos EUA, particularmente no que concerne a sua dimensão administrativa, cuja ampliação exigiu mudanças relevantes no equilíbrio, tanto das atribuições da União e das unidades federadas, como dos poderes da União entre si e, por certo, da relação desta com particulares. Por outro lado, a criação da FTC também se ligou aos debates antitrust, os quais ganharam grande relevância nesse período, não apenas em face da mobilização popular contra os trusts, mas também em razão da renhida competição em curso entre empresários, cuja distribuição heterogênea de interesses repercutia na atuação do Congresso dos EUA. Nessa época, ele era composto por deputados eleitos diretamente para a

empresas, exceto instituições bancárias e transportadoras sujeitas às normas que regulam o comércio, utilizem práticas de concorrência desleal que impactem o mercado, bem como adotem condutas fraudulentas ou enganosas que prejudiquem o comércio.

Ainda no tocante a efetividade na aplicação do direito concorrencial, no mesmo ano, sobreveio a *Clayton Act.*, que proibiu qualquer aquisição direta ou indireta de ações de uma sociedade por outra, como meio de tolher a concorrência entre elas e também a troca de diretores. Prevendo ainda, a ação desses acordos, impedindo a aplicação de preços diferentes, segundo a localidade e o contrato de exclusividade.

2.4.2. O desenvolvimento do Direito Antitruste na Europa.

A concorrência na União Europeia (UE⁴³) é um elemento essencial para o bom funcionamento do mercado interno e a promoção de uma economia integrada, dinâmica e justa. Desde a criação da CECA⁴⁴ em 1951, com o intuito de estabelecer um mercado comum e promover o progresso econômico, até os desenvolvimentos contemporâneos, as políticas de concorrência da UE evoluíram significativamente. A aplicação dessas políticas visa garantir que a

Câmara federal (House of Representatives) e por dois representantes para cada unidade federada, os quais então eram selecionados pelas legislaturas estaduais para integrar o Senado (Senate), o que só foi modificado com a ratificação da décima-sétima emenda à Constituição dos EUA, em abril de 1913” (Diniz, Davi Monteiro. DECLARAR ILEGAIS OS MÉTODOS INJUSTOS DE COM PETIÇÃO COMERCIAL: A CRIAÇÃO DA FEDERAL TRADE COMMISSION E SUA INFLUÊNCIA NO DIREITO DA CON CORRÊNCIA BRASILEIRO. Rev. Fac. Direito UFMG, Belo Horizonte, n. 84, pp. 117-139, jan./jun. 2024)

43 'Na Europa, a história do Direito da Concorrência se confunde com o próprio processo de formação da atual União Europeia, que nasceu com a ideia inicial de um mercado único e um projeto de paz para o continente no pós-guerra de 1945. A existência de um conjunto de regras comerciais justas, transparentes e estáveis aparecia como um fator importante para esse propósito. É justamente por esse motivo que o Direito da Concorrência na Europa incorpora igualmente as regras de subsídio estatal, que impedem os governos nacionais de oferecerem auxílios injustificados a empresas domésticas em detrimento de uma integração econômica regional marcada pela livre concorrência” (Silveira, Paulo Burnier da. Direito da Concorrência - 1ª Edição 2021. Rio de Janeiro: Forense, 2020. E-book. p.1).

44 “Criada em 1951, no Tratado de Paris. Este foi o primeiro passo concreto com vista à integração europeia e também para evitar outra Guerra Mundial. Participaram da sua fundação a França, a Itália, a Alemanha Ocidental, a Bélgica, Luxemburgo e os Países Baixos. Tinha como objetivo a integração das indústrias do carvão e do aço dos Países europeus ocidentais e é também a primeira vez que havia transferência dos direitos de soberania de alguns estados para uma instituição europeia” (Representação Brasileira no Parlamento do Mercosul, Câmara dos Deputados, Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-mistas/cpcms/siglas/siglario2/c/CECA.html>, acesso em 24.03.2025).

livre iniciativa econômica prospere, livre de práticas que possam distorcer a concorrência, como cartéis e monopólios, em consonância com a visão de Tulio Ascarelli, que em 1950 (Fonseca, 2017, p. 271) destacava a luta contra os monopólios como um fator crucial para a vivacidade da economia e a estabilidade democrática⁴⁵.

A legislação da concorrência na UE foi consolidada ao longo das décadas, com marcos importantes como o Tratado de Roma (1957)⁴⁶, que estabeleceu o mercado comum, e as reformas do Tratado de Maastricht (1992), Amsterdã (1997), Nice (2000) e Lisboa (2009), que reforçaram os mecanismos de controle. A partir desses tratados, especialmente o Tratado de Lisboa, a UE consolidou um conjunto robusto de normas antitruste, que incluem a proibição de acordos anticoncorrenciais entre empresas, abusos de posição dominante e práticas que possam falsear a concorrência (artigos 101 e 102 do TFUE). Cujo Teor importa transcrever:

“Art. 101. São incompatíveis com o mercado comum e proibidos todos os acordos entre empresas, todas as decisões de associações de empresas e todas as práticas concertadas que sejam susceptíveis de afetar o comércio entre os Estados membros e que tenham por objetivo ou efeito impedir, restringir ou falsear o jogo da concorrência no interior do mercado comum, designadamente as que consistam em:

a) Fixar, de forma direta ou indireta, os preços de compra ou de venda, ou quaisquer outras condições de transação;

46 “Os dois principais grupos de restrição inseridos pela referida legislação foram inspiradas nos atuais artigos 81 e 82 do Tratado de Roma, e visam a proibição de: i) acordos e/ou contratos anticoncorrenciais; e, ii) o abuso de posição dominante. Entre os principais tópicos da referida legislação podemos destacar: a concessão de maiores poderes investigatórios aos órgãos antitruste; a previsão expressa de possibilidade de celebração de acordos de leniência para a investigação de cartéis; a possibilidade de imposição de multas aos infratores da legislação que podem chegar a até 10% do faturamento dentro do Reino Unido, por até três anos seguidos; e, a possibilidade assegurada a concorrentes e consumidores dos agentes infratores de buscarem recompensação financeira pelos danos sofridos em virtude da prática anticoncorrencial punida” (Gomes, Tiago Franco da Silva. O surgimento e desenvolvimento do direito concorrencial europeu, RIDB, Ano 2 2013, nº 11, pp. 12465-12530).

b) Limitar ou controlar a produção, a distribuição, o desenvolvimento técnico ou os investimentos;

c) Repartir os mercados ou as fontes de abastecimento;

d) Aplicar, relativamente a parceiros comerciais, condições desiguais no caso de prestações equivalentes colocando-os, por esse fato, em desvantagem na concorrência;

e) Subordinar a celebração de contratos à aceitação, por parte dos outros contraentes, de prestações suplementares que, pela sua natureza ou de acordo com os usos comerciais, não têm ligação com o objeto desses contratos.

2. Os acordos ou decisões proibidos em virtude do presente artigo são nulos de pleno direito.

3. As disposições do parágrafo nº 1 podem, todavia, ser declaradas inaplicáveis:

– a qualquer acordo, ou categoria de acordos, entre empresas;

– a qualquer decisão, ou categoria de decisões, de associações de empresas, e

– a qualquer prática concertada, ou categoria de práticas concertadas, que contribuam para melhorar a produção ou a distribuição dos produtos ou para promover o progresso técnico ou econômico, contanto que aos utilizadores se reserve uma parte equitativa do lucro daí resultante, e que:

a) não imponham às empresas envolvidas quaisquer restrições que não sejam indispensáveis à consecução desses objetivos;

b) Nem deem a essas empresas a possibilidade de eliminar a concorrência relativamente a uma parte substancial dos produtos em causa.

Art. 102. É incompatível com o mercado interno, na medida em que seja susceptível de afectar o comércio entre os Estados-Membros, qualquer exploração abusiva de uma posição

dominante por parte de uma ou mais empresas no mercado interno ou numa parte substancial deste.

Esse abuso pode consistir, nomeadamente, em:

- a) Impor, direta ou indiretamente, preços de compra ou de venda não equitativos ou outras condições comerciais não equitativas;
- b) Limitar a produção, os mercados ou o desenvolvimento técnico em prejuízo dos consumidores;
- c) Aplicar condições desiguais a prestações equivalentes com outros parceiros comerciais, colocando-os assim numa situação de desvantagem concorrencial;
- d) Subordinar a celebração de contratos à aceitação, pelas outras partes, de prestações suplementares que, pela sua natureza ou pelos usos comerciais, não tenham qualquer relação com o objecto desses contratos.”

Conforme explica João Bosco Leopoldino (2017), apesar dos desafios enfrentados ao longo da história, como exemplificado pela implementação tardia da legislação antimonopólio em alguns países, a UE tem logrado uma integração profunda e eficaz em termos de concorrência. A Comissão Europeia e o Tribunal de Justiça desempenham um papel central na fiscalização e aplicação das normas, garantindo que as políticas de concorrência sejam harmonizadas entre os Estados-membros e respeitem os princípios fundamentais do mercado único. O caso do Reino Unido, com a decisão de sair da União em 2016, levanta questões sobre o futuro da legislação de concorrência no país, mas reforça a importância do papel da UE na regulação da economia.

O Regulamento nº 17/6247, que foi um dos primeiros instrumentos normativos voltados ao controle de práticas anticompetitivas e fusões dentro da Comunidade Econômica Europeia, estabeleceu as bases para a regulação da concorrência, mas ainda de forma bastante inicial e sem a profundidade necessária para lidar com as complexidades do mercado único. Com o passar dos anos, tornou-se claro que era preciso um sistema mais robusto para lidar com fusões e aquisições transnacionais, e assim, em 1989, o Regulamento nº 4.064/89 foi adotado, criando normas mais detalhadas para o controle das concentrações, especialmente em relação às operações que possuíssem dimensão comunitária. Este regulamento foi, posteriormente, modificado pelo Regulamento nº 1.310/97, que entrou em vigor em 1º de março de 1998. E veio com a finalidade precípua de esclarecer e definir conceitos e procedimentos, sem modificação do sistema de controle prévio.

No entanto, as mudanças na estrutura política e econômica da União Europeia, especialmente após a criação do Tratado de Lisboa e a formação da União Europeia em 1º de dezembro de 2009, exigiram uma reformulação ainda mais profunda das normas que regulavam as concentrações. Assim, o Regulamento nº 139/2004⁴⁸, a substituição do sistema de reserva de autorização por um sistema de isenção legal; e a descentralização da aplicação do art. 101, nº 3. Essa reformulação também refletiu a necessidade de se adaptar a uma nova configuração da União Europeia, que passou a ser

47 “A principal característica do Reg. 17/1962 era o sistema de notificação prévia que permitia à Comissão emitir pareceres negativos (ausência de motivos para intervir) ou positivos (aplicação do artigo 101.º, n.º 3 do TJUE), onde os acordos apenas poderiam beneficiar da declaração de inaplicabilidade após terem notificado a Comissão” (Lima, Ricardo Felipe Pereira. A aplicação do Direito da Concorrência da União Europeia em simultâneo com o Direito Nacional – problemas e incompatibilidades. Melhorias conseguidas com a alteração da Lei n.º 18/2003 para a Lei n.º 19/2012. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Porto, Porto, 2015.).

48 “O objectivo do regime comunitário constante dos regulamentos aplicáveis é, por isso, o de, num quadro de incentivo à realização de operações de concentração (considerando n.º 4 do Regulamento (CE) 139/2004), como instrumentos de reforço da competitividade da indústria e empresas comunitárias e de reflexo crescimento do nível de vida na CE, permitir a edificação de um sistema de controlo prévio que garanta que as concentrações supostas pelas modernas correntes liberalizantes e globalizantes não ofendam de forma irremediável o valor superior da manutenção de uma concorrência efectiva e dinâmica na Comunidade Europeia (artigo 3.º, alínea g)), na perspectiva de realização do mercado interno (considerando 3 e artigo 2.º do Regulamento n.º 139/2004)” (Henriques, Miguel Gorjão. A aquisição de empresas no direito da concorrência: Nótulas sobre as concentrações”, in In: Aquisição de empresas, Coimbra Editora, 2011, pp.277-278).

composta por 28 países, e trouxe consigo a integração de mercados de diferentes dimensões e dinâmicas.

2.4.3. O desenvolvimento do Direito Antitruste no Brasil.

Por fim, no Brasil, tense registros de que o primeiro diploma normativo foi o Decreto-Lei nº 869, de 18.11.1938, regulamentando o art. 141 da Constituição Federal de 1937. Cujo teor importa transcrever (Brasil, 1937):

“Art 141 - A lei fomentará a economia popular, assegurando-lhe garantias especiais. Os crimes contra a economia popular são equiparados aos crimes contra o Estado, devendo a lei cominar-lhes penas graves e prescrever-lhes processos e julgamentos adequados à sua pronta e segura punição”.

Com a leitura atenta do mencionado Decreto-Lei, era possível notar que não era uma “lei” propriamente anticoncorrencial, mas um diploma que definia “crimes contra a concorrência popular”. Segundo Tercio Sampaio Ferraz Junior (1992, p. 180):

“Neste quadro de fluência de Estado e Nação, a defesa da sociedade concorrencial atrelava-se à inspiração do fascismo italiano, de modo que a preocupação política vinha carregada também de uma preocupação repressiva. Assim, os primeiros diplomas legais, no âmbito econômico, tinham por escopo uma classificação de ilicitudes penais, sendo as formas de concentração, o monopólio primordialmente, qualificados como crime. O Decreto-Lei nº 869 de 18 de novembro de 1938, inspirado no projeto do Código Penal Argentino, bem assim na primeira legislação e jurisprudência americanas e nas propostas de Comissão de Reforma do Código Penal alemão, se inscrevia ainda num cenário cujo pano de fundo temia as formas concentracionárias como distúrbios na estrutura do mercado. Esta visão penal das distorções mercadológicas colocava, assim, a economia do país a meio passo entre o franco intervencionismo, nos sobretons políticos, e uma concepção estrutural conservadora, na tinta legal. De qualquer modo, o Decreto-lei nº 896/38 era mais um diploma que, visava

à defesa da economia popular, antes e nessa medida, procurava coibir os distúrbios no mercado”.

Em 1945, por iniciativa de Agamenon Magalhães, então Ministro da Justiça (Fonseca, 2017), surge Decreto-Lei nº 7.666, conhecida como “Lei Malaia”⁴⁹, que criou a Comissão de Defesa Econômica e não falou mais em “crimes contra a economia popular”, mas sim “abuso de poder econômico”, expressão mencionada na Constituição Federal de 1946.

Em 1962, a Lei nº 4.137 deu mais consistência às regras, abordando com mais detalhes questões como cartéis e monopólios, criando o órgão que seria encarregado de fazer valer as leis concorrencias, o Conselho⁵⁰ Administrativo de Defesa da Concorrência (CADE)⁵¹.

Nos anos seguintes, o sistema foi aprimorado com a Medida Provisória nº 204 de 1990, convertida na Lei nº 8.158 de 1991, com o objetivo de tornar mais célere o processo administrativo de apuração às infrações contra a ordem econômica. Acerca do mencionado diploma normativo assevera Tercio Sampaio (1992, p. 180):

49 O Decreto nº 7.666/45 era popularmente conhecido como “Lei Malaia”, devido ao apelido do Deputado Agamenon Magalhães, “Malaio”, termo usado para designar pessoas nascidas na Malásia, em razão de algumas características orientais (Magalhães, Paulo Germano. As origens do nome “Lei Malaia”, Revista do CADE, Brasília, n. 04, jan/jul, 1988, p. 11).

50 “A lei se refere, por outro lado, ao Conselho com “órgão judicante com jurisdição em todo o território nacional”. Bem entendida, trata-se da chamada jurisdição administrativa e não judicial, visto que o CADE não integra o Poder Judiciário, mas o Executivo, vinculado ao Ministério da Justiça. É, segundo parte da doutrina, uma entidade com o caráter de órgão administrativo de função quase-judicial, categoria de que seriam exemplos, além do próprio CADE, também o Tribunal Marítimo, os Conselhos de Contribuintes e outros (cf. Meirelles, 1981:129; Carvalho 1986:207/210). Aos chamados órgãos administrativos quase-judiciais correspondem, contudo, apenas maiores formalidades na preparação e edição dos respectivos atos” (Coelho, Fábio Ulhoa. Direito antitruste brasileiro: Comentários à Lei n. 8.884/94. São Paulo: Saraiva, 1995 – p. 12).

51 “Natureza jurídica do CADE – O CADE, criado pelo artigo 8º da Lei nº 4.137, de 10.09.1962, passou, depois de 11.06.1994, mediante a Lei nº 8.884/94, art. 3º à condição de autarquia federal. Isto é heresia jurídica. A autarquia deverá ser criada por lei especial que lhe assinale o objetivo e que trace o regime jurídico, pois a autarquia é informada pelo princípio da finalidade. Que é autarquia? Qual o seu regime jurídico? Antes duas observações. A autarquia não julga. Não é órgão judicante. Assim, não tem jurisdição. O legislador errou ao atribuir-lhe função judicante ao dar-lhe jurisdição. Confunde a lei atribuição com jurisdição. Autarquia é serviço público descentralizado, dotado de personalidade jurídica pública, especializado na consecução de determinado fim, do qual não pode afastar-se. Forma específica da Capacidade de Direito Público (Santi Romano, Curso, 3. ed. 1937, p. 84), a autarquia é o próprio Estado atuando mediante colaborador” (Cretella Junior, José – Comentários a Lei – Rio de Janeiro: Forense, 1996. p. 16).

“Não se tratava, propriamente, de uma nova tipificação de abusos do poder econômico. O objetivo era outro. Convencido da inoperância dos procedimentos administrativos da Lei 4.137/62, cujos processos tinham uma duração média de 24 meses para conflitos que exigiam, pela celeridade das relações econômicas, decisões rápidas e até cautelares, o Executivo visou fundamentalmente à criação de um procedimento mais leve, de eficácia maior que, comandado por um órgão do Ministério da Justiça, a Secretaria Nacional de Direito Econômico, permitisse, da parte do Poder Público, uma interferência prévia e preventiva diante da ocorrência de anomalias de comportamento econômico, capazes de ferir os princípios constitucionais da ordem econômica.”

A mencionada Lei, criou a Secretaria Nacional de Direito Econômico (SNDE), vinculada ao Ministério da Justiça, para promover a defesa da concorrência. Contudo, foi a Lei nº 8.884 de 1994 que consolidou, de fato, o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC), criando três entidades principais: I) o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), responsável por julgar práticas anticompetitivas e atos de concentração; II) a Secretaria de Direito Econômico (SDE), que investiga e propõe ações; e a III) Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), ligada ao Ministério da Fazenda, que auxilia o CADE na análise dos atos de concentração.

Acerca da mencionada lei prepondera Washington Peluso Albino de Souza (2005, p.240):

“A aceitação da livre concorrência como “lei natural do mercado”, conduzindo ao domínio final por um vencedor único, ou por pequeno número de concorrentes, permitiu a revelação de um fato fundamental nesse mecanismo, que se configurou na “lei econômica da concentração”. (...) Dessa forma, chegou-se aos expedientes aperfeiçoados que a teoria econômica liberal não esperava que pudessem efetivar-se, pois imaginava a renovação natural, automática e permanente dos concorrentes, na medida em que os derrotados fossem

afastados e se abrissem oportunidades para os que os substituíssem.”

Paula Forgioni em sua obra “os fundamentos do antritruste” (2012), ressalta que a Lei nº 8.884 de 1994, em seus vinte anos de vigência, teve um papel crucial para a consolidação do controle dos atos de concentrações empresariais e o controle dos carteis, elevando o respeito institucional do Poder Judiciário pelo CADE e a atuação do ministério público no direito concorrencial.

Por fim, Lei nº 12.529/2011 trouxe inúmeras inovações no direito concorrencial, sendo elas: I) a reestruturação do SBDC; II) imposição de dever de apresentação previa dos atos de concentração; III) aumento do poder da administração pública; IV) modificação da forma de cálculo de multas por infração à ordem econômica; e V) aumento dos recursos materiais à disposição do SBDC (Op. Cit. pp. 123-124).

3. O BANCO CENTRAL DO BRASIL E A REGULAÇÃO ECONÔMICA – EQUILÍBRIO FINANCEIRO E DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL.

3.1. Conceito e fundamentos da regulação econômica.

A regulação⁵² econômica representa um dos principais instrumentos do Estado para a ordenação e o controle da atividade econômica em contextos de economia de mercado. Embora a lógica de mercado se baseie na liberdade contratual, na iniciativa privada e na livre concorrência, há diversos setores cuja complexidade, externalidades⁵³ ou caráter estratégico justificam a presença de

52 A tradução mais próxima da língua portuguesa das expressões *regulation* e *regulator* poderia ser regulamentação e regulamentador, ocorre, no entanto, que a primeira expressão já possui características específicas no direito brasileiro, razão pela qual não parece a tradução corresponder ao que realmente quer expressar *regulation*. Isso porque já sedimentada no sistema jurídico pátrio a ideia de regulamentação como expressão que representa o desempenho de atividade executiva, fundamentada no art. 84, IV, da Constituição Federal de 1988, e que estabelece como competência do Presidente da República, dentre outras, os atos de sancionar, promulgar e fazer publicar as leis, bem como expedir decretos e regulamentos para sua fiel execução. Trata-se de função normativa infralegal que especifica as condições necessárias para ampliar a eficácia de certos dispositivos legais, cuja generalidade e abstração proporcionam certa dificuldade na sua aplicação a casos concretos (LEHFELD, Lucas de Souza. Controles das agências reguladoras. São Paulo: Atlas, 2008, p. 85)

53 “Às vezes, a atuação dos consumidores ou dos produtores resulta em custos ou benefícios que não se encontram refletidos no preço de mercado. Esses custos ou benefícios são denominados externalidades, pois são “externos” ao mercado. Um exemplo é o custo que a

mecanismos regulatórios para garantir o funcionamento eficiente, justo e estável dessas atividades. O conceito de regulação econômica, portanto, está intimamente ligado à intervenção do Estado⁵⁴ como forma de corrigir falhas de mercado, proteger interesses difusos e assegurar a prestação adequada de bens e serviços essenciais à coletividade (Pindyck;Robert, 2013).

Do ponto de vista jurídico, a regulação econômica é compreendida como um conjunto de normas, decisões e diretrizes emanadas do Estado — por meio de órgãos e entidades dotados de competência legal — voltadas à disciplina de condutas, à fiscalização de agentes econômicos e à harmonização dos objetivos privados com os fins públicos (Ribeiro, 2021). Diferentemente da regulação social, que tem como foco finalístico a proteção de valores como saúde, segurança e meio ambiente (Windhlz; Hodg, 2012), a regulação econômica tem como objetivo a eficiência alocativa, a contenção de comportamentos anticompetitivos e a indução de investimentos produtivos, notadamente em setores com presença de monopólios naturais ou com barreiras significativas à entrada.

No plano normativo-constitucional brasileiro, a regulação econômica encontra respaldo no art. 174 da Constituição Federal de 1988, que atribui ao Estado a função de agente normativo e regulador da atividade econômica. Nesse sentido assevera Modesto Carvalhosa (1972, p. 5):

Em consequência, a atividade econômica tal como proposta pela Carta, não tem apenas por objetivo a abstenção de fins

sociedade paga pela poluição ambiental causada por uma empresa que fabrica produtos químicos para uso industrial. Não havendo intervenção governamental, tal empresa não teria estímulo algum para levar em conta o custo social de sua poluição” (PINDYCK, Robert. RUBINFELD, Daniel. Microeconomia. tradução Daniel Vieira, revisão técnica Edgard Merlo, Julio Pires. – 8. ed. São Paulo : *Pearson Education* do Brasil, 2013, p. 318).

54 O Estado passou a adotar uma nova técnica de ação na vida econômica, ou seja, o neoliberalismo de regulação. O poder estatal continuou a intervir indiretamente no domínio econômico, por meio das normas legais (leis, decretos, portaria); assim como de forma intermediária, via agências de regulação. Todavia, diferentemente das empresas estatais, as agências não produzem bens nem prestam serviços à população, mas somente fiscalizam e regulam o mercado ditando “comandos técnicos” de expansão, qualidade, índices de reajuste de preços etc. É, porém, prudente frisar que a técnica intervencionista de regulação permite a existência de algumas empresas estatais, em menor número, atuando no âmbito do mercado. Mas sem desempenhar o papel anterior e possuindo uma reduzida capacidade de ingerência na vida econômica (Clark, Giovanni. Política econômica e Estado. Estudos Avançados, p. 212).

egoísticos, que na concepção liberal se confundiam com o interesse geral.

A ordem econômica passa a ser uma “atividade instrumental, com respeito às exigências de diversas ordens, do indivíduo e da coletividade.

(...)

O Estado assume a direção geral da Ordem Econômica instrumentalizada. Subtrai dos entes privados a plena disponibilidade de seus recursos, bens e vontades no campo Econômico, regulando as suas atividades, a fim de que não possam ser exercitadas em desconformidade com o bem geral, de cujos interesses supremos se faz arbitro e tutor.

Essa função regulatória não se confunde com a atuação direta do Estado como agente econômico, nem com a função fiscalizatória tradicionalmente vinculada ao poder de polícia administrativa. Trata-se, na verdade, de uma forma de atuação estatal que exige tecnicidade, continuidade e previsibilidade, o que justifica a criação de entes autônomos, como as agências reguladoras, dotadas de competência normativa, decisória e sancionatória, embora sujeitas à tutela do Poder Executivo e ao controle do Poder Judiciário.

A gênese da regulação econômica remonta ao pensamento institucionalista norte-americano do início do século XX, que reconheceu que os mercados, embora eficientes em muitos aspectos, apresentam imperfeições estruturais e comportamentais que exigem correções por parte do Estado⁵⁵.

55 Lobato Gentil e Renaut Michel ressaltam que: “A história do capitalismo é rica em exemplos que demonstram que crescimento econômico, emprego em alto nível, estabilidade de preços, aprofundamento do processo de industrialização e, particularmente, redução das desigualdades sociais não são resultados espontâneos do funcionamento dos mercados. Pelo contrário, exigem orientação e direção por parte do Estado e, fundamentalmente, força política e organizacional dos trabalhadores. Na ausência de uma política estatal orientadora, a economia tende a gerar flutuações significativas, passando por períodos longos de baixo crescimento, elevado desemprego e aprofundamento das disparidades sociais. O sistema capitalista não possui soluções endógenas automáticas para reverter situações de crise. A intervenção do Estado é imprescindível para assegurar uma gestão mínima da economia. Por seu turno, as pressões decorrentes da mobilização e organização da classe operária, reivindicando crescimento de salários e proteção social, produzem o alargamento dos direitos sociais e a garantia de benefícios. À consciência operária é necessário combinar-se a

Dentre essas falhas de mercado, destacam-se a existência de monopólios ou oligopólios, as assimetrias de informação, as externalidades negativas e os bens públicos. Assim, a regulação econômica surge como mecanismo capaz de corrigir essas distorções sem eliminar, todavia, os princípios fundamentais da economia de mercado.

Os fundamentos da regulação econômica podem ser divididos em três grandes eixos: econômico, jurídico e institucional. No eixo econômico, o principal fundamento é a busca pela eficiência alocativa⁵⁶ e distributiva dos recursos escassos, mediante o estabelecimento de regras que incentivem comportamentos virtuosos e desestimulem práticas lesivas à concorrência ou ao bem-estar social. Já no plano jurídico, a regulação deve observar os princípios do devido processo legal, da legalidade, da proporcionalidade e da segurança jurídica, especialmente em razão do impacto que suas decisões podem produzir nos direitos fundamentais dos regulados e dos consumidores. Por fim, do ponto de vista institucional, destaca-se a importância⁵⁷ de estruturas administrativas dotadas de capacidade técnica (Severino; Carvalho, 2017), estabilidade decisória e mecanismos de participação democrática, como forma

disposição dos setores dominantes para efetuar alianças interclasses, intensificando-se as negociações e consolidando-se o equilíbrio entre interesses contraditórios do capital e do trabalho. Este foi, como se viu acima, um dos grandes legados deixados pela história das economias que se desenvolveram no pós-Segunda Guerra Mundial” (Gentil, Denise Lobato; Michel, Renaut. *Estratégia de desenvolvimento e intervenção fiscal do Estado*. In: IPEA. *Sociedade e economia: estratégias de desenvolvimento e desafios sociais*. Brasília: Ipea, 2018. p. 113–140).

56 “A noção da eficiência alocativa é teoricamente formulada para a economia como um todo, por meio de modelos de equilíbrio geral associados aos mercados completos e perfeitamente competitivos. À medida que os mercados se dirigem para situações mais eficientes (e, portanto, de maior nível de bem-estar econômico), os preços aproximam-se dos custos marginais. Assim, um mercado em concorrência perfeita maximiza a eficiência alocativa – e, portanto, a soma dos excedentes do produtor e do consumidor – quando os preços se igualam ao custo marginal em todos os mercados. Note-se que a eficiência alocativa se refere a uma situação Pareto-ótima, correspondendo claramente a uma aplicação do conceito de eficiência de Pareto a uma economia competitiva” (Soares, Leonardo de Medeiros. *Desempenho e compromisso público: análise do impacto do instrumento de gestão por competências em uma agência reguladora federal*. Brasília: Enap, 2021. p. 85).

57 Dito isto, e unindo-se a necessidade de desenvolvimento da economia e atração de capital, viu-se a importância da implementação de órgãos que possuíssem funções de regulação de tais serviços, como forma de coordenar as ações dos particulares, evitando que houvesse desrespeito aos princípios que regem a ordem econômica (art. 170 da Constituição Federal), buscando a realização de serviços de qualidade, elevando-se sempre o interesse público. (...) (Miranda, Maria Rafaela Fernandes da Silva. *O sistema financeiro nacional e os direitos fundamentais: uma análise a partir da atuação do Banco Central do Brasil*. *Revista Constituição e Garantia de Direitos*, v. 16, n. 2, p. 98–117, 2023).

de legitimizar o exercício do poder regulatório em um Estado Democrático de Direito.

Adicionalmente, a regulação econômica também se justifica pela necessidade de garantir o acesso universal e contínuo a determinados serviços considerados essenciais, como energia elétrica, telecomunicações, transporte e saneamento. Nesses setores, a existência de monopólios naturais⁵⁸ — situações em que a duplicação da infraestrutura de fornecimento não é economicamente viável — impõe a necessidade de estabelecimento de regras claras para assegurar tanto a remuneração adequada do capital investido quanto a proteção dos direitos dos usuários. Em tais casos, a regulação atua como substitutiva da concorrência, definindo parâmetros de qualidade, tarifas, metas de universalização e mecanismos de resolução de conflitos.

É importante ressaltar que a regulação econômica não se restringe a restringir condutas, mas também possui caráter promocional. Isso significa que o Estado regulador pode e deve atuar de forma indutora, criando incentivos para a inovação, para a entrada de novos agentes no mercado e para a melhoria contínua dos padrões de atendimento aos consumidores (Lodge; Kai Wegrich, 2012). Acerca desses incentivos, preceitua Modesto Carvalhosa (1972, pp. 8-9):

“Se por um lado o Poder Público Exerce os controles legislativos e administrativo do processo econômico, assumindo, mais, o papel de operador no mercado e, ainda de representante da vontade coletiva no negócio jurídico, por outro, a Carta estabelece uma serie de disposições de amparo e de incentivo estatal à iniciativa privada (...) aí, uma vez mais,

58 “O monopólio natural corresponde na maioria das vezes a uma atividade na qual os custos de produção fixos, representados sobretudo pela maquinaria, instalações e base territorial são desproporcionalmente elevados em relação aos custos variáveis, correspondentes principalmente a matérias-primas, energia e mão de obra. E aí os custos unitários de uma única empresa - em determinado nível absorvível pelo mercado - são decrescentes à medida que sua produção aumenta, seguindo essa tendência até alcançar toda a produção do mercado. Seus custos em regime de monopólio são assim inferiores aqueles em que incorreriam várias empresas, individualmente, num mercado competitivo, pois a alta proporção dos custos fixos exige a produção em larga escala, e o mercado só absorve a oferta de uma empresa nesse nível de produção. Seriam pois as próprias condições estruturais-tecnológicas desses setores a impedirem a sua organização em regime de concorrência” (Nusdeo, Fábio. Curso de economia. Introdução ao direito econômico. 3º ed. São Paulo: RT, 2001, p. 270)

afirma-se o predominante sentido social de interesse coletivo da atividade econômica privada. Nenhuma razão ética teria o Estado para estimular e apoiar a livre iniciativa se fosse permitido, dentro de uma ordem econômica constitucionalmente definida, que as entidades privadas prosseguissem fins de maximização de lucros, próprios de sua gênese e natureza.”

Essa dimensão propositiva da regulação é particularmente relevante em contextos de transformação tecnológica acelerada, nos quais a inércia regulatória pode comprometer a competitividade sistêmica de um país ou setor.

Por fim, o exercício da função regulatória econômica deve ser pautado pela busca de equilíbrio entre os interesses públicos e privados, evitando tanto o excesso de intervenção que paralisa o dinamismo do mercado quanto a omissão que permite abusos e ineficiências. O desafio contemporâneo da regulação está em construir um ambiente regulatório previsível, transparente e eficiente, que seja capaz de promover a confiança dos agentes econômicos, a proteção dos consumidores e o desenvolvimento sustentável, com responsabilidade fiscal, social e ambiental. Nesse sentido, a regulação econômica, longe de ser uma antítese do mercado, revela-se como sua condição de possibilidade em contextos de complexidade crescente e interdependência global.

3.2. O Banco Central do Brasil como agente regulador.

No contexto do ordenamento jurídico e econômico brasileiro, o Banco Central do Brasil (BACEN) desempenha papel de suma importância como agente regulador do Sistema Financeiro Nacional. Sua atuação transcende a mera supervisão bancária, pois abrange a formulação e execução da política monetária, a preservação da estabilidade do poder de compra da moeda, o controle inflacionário, a regulação das instituições financeiras e a manutenção do funcionamento ordenado do mercado de crédito. Assim, o BACEN se insere como um dos mais relevantes órgãos de regulação econômica do país, operando com vistas à segurança, eficiência e solidez do sistema financeiro.

Antônio José Maristrello Porto, Antônio Porto Gonçalves e Patrícia Regina Pinheiro Sampaio ressaltam (2012, p. 69):

“A criação do Banco Central do Brasil (BACEN) ocorreu em 31 de dezembro de 1964 com o Decreto-Lei n. 4,595. A iniciativa do Brasil na criação de seu Banco Central foi tardia, realizada há apenas 46 anos. O primeiro país a dotar a instituição foi a Inglaterra, em 1694. Os principais objetivos dessa criação foram as seguintes: 1) zelar pela adequada liquidez da economia; 2) manter as reservas internacionais do País, em nível adequado; 3) estimular a formação de poupança em níveis adequados as necessidades de investimento do país; e 4) zelar pela estabilidade e promover o permanente aperfeiçoamento do Sistema Financeiro Nacional.”

A natureza jurídica do Banco Central é a de uma autarquia federal de regime especial (Ribeiro, 2021), dotada de autonomia⁵⁹ técnica, operacional e financeira, conforme disciplinado pela Lei Complementar nº 179/2021.

Essa autonomia, embora limitada pelas diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), reforça a estabilidade e a previsibilidade das políticas econômicas, assegurando que decisões regulatórias não estejam sujeitas a pressões políticas de curto prazo. Como regulador, o BACEN exerce poder normativo infralegal, fiscalizatório e sancionador, consolidando-se como pilar essencial da regulação prudencial e da política macroeconômica.

A atuação regulatória do Banco Central pode ser compreendida a partir de três eixos principais: a regulação prudencial, a regulação comportamental e a regulação macroprudencial. A regulação prudencial objetiva garantir a solvência das instituições financeiras, exigindo padrões mínimos de capital, liquidez e gerenciamento de riscos (Pinheiro, 2010). Nessa seara, destacam-se normas sobre o capital regulatório, alinhadas aos padrões internacionais

⁵⁹ A concessão de autonomia aos Bancos Centrais em todo o mundo capitalista transformou-se, sobretudo a partir da década de 1990, em tema de acalorados debates que passaram a mobilizar não apenas o mundo político, mas também parte significativa dos círculos acadêmicos (Raposo, Eduardo. Banco Central do Brasil: o leviatã ibérico, uma interpretação do Brasil Contemporâneo. São Paulo: Hucitec, 2011, p. 219).

estabelecidos pelo Acordo de Basileia⁶⁰, bem como regras para provisionamento, governança e estrutura organizacional.

Já a regulação comportamental visa proteger o consumidor de produtos e serviços financeiros, promovendo transparência, tratamento equitativo e acesso à informação (Netto; Anjos, 2017). Por fim, segundo o Banco Central do Brasil (2019), a estrutura de regulação prudencial busca conter riscos sistêmicos, atuando de forma preventiva diante de bolhas de crédito, interconexões perigosas entre instituições e choques exógenos que possam afetar o sistema como um todo.

Do ponto de vista normativo, a competência do Banco Central decorre, principalmente, do artigo 192 da Constituição Federal e da Lei nº 4.595/1964, que estabelece a estrutura do Sistema Financeiro Nacional⁶¹. A regulação exercida pelo BACEN se realiza mediante a edição de atos normativos, como resoluções, circulares e instruções normativas, cujos efeitos se estendem sobre o conjunto de instituições que compõem o sistema bancário, de crédito, cooperativo, cambial e de pagamentos. Com base nesse arcabouço jurídico, o BACEN pode, por exemplo, estabelecer limites operacionais, definir critérios

60 “Os Acordos de Basileia representam um marco no que tange às estratégias de regulação bancária aplicadas ao redor do mundo. O acordo muda o foco regulatório da liquidez para a solvência das instituições financeiras, com base na percepção de que é primordial criar mecanismos que evitassem crises sistêmicas no setor bancário (e seu transbordamento para a economia como um todo). Para tal, estabeleceu-se a exigência de requisitos de capital definidos em função dos riscos dos ativos detidos pelos bancos. O objetivo essencial desta forma de regulação prudencial é que, ao longo do tempo, as trajetórias de expansão do ativo ponderado pelo risco e do capital próprio cointegrem, isto é, evoluam na mesma direção e na mesma magnitude, de modo que, em uma situação extrema, diante de uma súbita desvalorização dos ativos de uma instituição financeira, a mesma seja capaz de honrar suas obrigações com terceiros (notadamente, outros bancos) sem gerar maiores impactos perversos no sistema como um todo. Em outras palavras, este tipo de regulação prudencial representado pelos Acordos de Basileia visa essencialmente reduzir a probabilidade de ocorrência do risco sistêmico” (Sobreira, Rogério Sobreira. Martins, Norberto Montani. RAP — Rio de Janeiro 45(2):349-76, pp. 349-376 mar./abr. 2011. p. 349).

61 De acordo com o Banco Central do Brasil (2025), o Sistema Financeiro Nacional, “O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é formado por um conjunto de entidades e instituições que promovem a intermediação financeira, isto é, o encontro entre credores e tomadores de recursos. É por meio do sistema financeiro que as pessoas, as empresas e o governo circulam a maior parte dos seus ativos, pagam suas dívidas e realizam seus investimentos. O SFN é organizado por agentes normativos, supervisores e operadores. Os órgãos normativos determinam regras gerais para o bom funcionamento do sistema. As entidades supervisoras trabalham para que os integrantes do sistema financeiro sigam as regras definidas pelos órgãos normativos. Os operadores são as instituições que ofertam serviços financeiros, no papel de intermediários” (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 10 abr. 2025.).

para autorizações e intervenções, conduzir auditorias, aplicar penalidades e realizar operações no mercado aberto.

A relevância do Banco Central como agente regulador se intensifica à medida que o sistema financeiro se torna mais sofisticado e interconectado. A expansão das *fintechs*, a popularização de criptoativos, os avanços tecnológicos no setor bancário e o surgimento de novos modelos de negócio desafiam os mecanismos tradicionais de supervisão e requerem respostas regulatórias ágeis e eficazes. Nesse cenário, a atuação do BACEN deve ser guiada por uma regulação responsiva e proporcional, que equilibre a necessidade de proteção do sistema financeiro com a promoção da inovação e da concorrência. O *sandbox* regulatório, como explica o Banco Central (2025)⁶², é exemplo dessa abordagem moderna, ao permitir o teste controlado de novos produtos e serviços sob supervisão regulatória, incentivando o desenvolvimento tecnológico sem abrir mão da estabilidade sistêmica.

No âmbito da defesa da concorrência, embora a competência primária seja do Conselho Administrativo de Defesa Econômica, o Banco Central exerce função complementar, especialmente no setor financeiro. Com base no § 1º do artigo 10 da Lei nº 12.529 de 2011, o BACEN participa do exame de atos de concentração econômica que envolvam instituições autorizadas a funcionar pelo próprio Banco Central⁶³. Nesses casos, a análise concorrencial é realizada de forma conjunta, e o BACEN avalia aspectos técnicos e prudenciais da operação, como o impacto sobre a solidez do sistema, riscos à estabilidade financeira e a continuidade dos serviços bancários. Essa atuação integrada assegura que as políticas concorrenciais e prudenciais caminhem lado a lado, evitando que o estímulo à concorrência comprometa a segurança do sistema e vice-versa.

Importante destacar, ainda, que o Banco Central do Brasil tem atuado cada vez mais como promotor da inclusão financeira e da educação econômica. A regulação do sistema de pagamentos instantâneos (PIX), o incentivo à bancarização por meio de contas digitais, e a criação do *Open*

62 BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sandbox regulatório*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sandbox>. Acesso em: 10 abr. 2025.

63 A temática será melhor abordada no capítulo 5.

*Finance*⁶⁴ são medidas regulatórias que ampliam o acesso da população a serviços financeiros, promovem a competição entre instituições e incentivam a eficiência do mercado. Tais iniciativas refletem uma concepção moderna de regulação econômica, não apenas repressiva, mas também propositiva e estruturante.

No plano internacional, a atuação do BACEN alinha-se às boas práticas de regulação financeira definidas por organismos multilaterais, como o Comitê de Basileia, o Fundo Monetário Internacional e o Banco de Compensações Internacionais. A adoção de padrões internacionais fortalece a credibilidade institucional do Banco Central e facilita a integração do Brasil no sistema financeiro global, fator especialmente relevante em tempos de alta volatilidade econômica e riscos geopolíticos.

Em conclusão, o Banco Central do Brasil se consolida como um agente regulador estratégico, cuja missão vai muito além da supervisão bancária. Sua função normativa, fiscalizatória e indutora molda o ambiente financeiro brasileiro, assegurando que este funcione de maneira sólida, eficiente, inclusiva e alinhada aos princípios constitucionais da ordem econômica.

3.2.1. Estrutura e competências institucionais.

A estrutura organizacional do Banco Central é composta por um Presidente e oito Diretores, todos nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal, conforme prevê os artigos 3º e 4º da Lei Complementar nº 179 de 2002:

“Art. 3º A Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil terá 9 (nove) membros, sendo um deles o seu Presidente, todos nomeados pelo Presidente da República entre brasileiros idôneos, de reputação ilibada e de notória capacidade em assuntos econômico-financeiros

64 O *Open Finance*, ou sistema financeiro aberto, é a possibilidade de clientes de produtos e serviços financeiros levarem suas informações das suas instituições de relacionamento para outras e movimentarem suas contas bancárias a partir de diferentes plataformas e não apenas pelo aplicativo ou site do banco onde tem sua conta ou outro serviço contratado, de forma segura, ágil e conveniente (BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Open Finance*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/openfinance>. Acesso em: 10 abr. 2025).

ou com comprovados conhecimentos que os qualifiquem para a função.

Art. 4º O Presidente e os Diretores do Banco Central do Brasil serão indicados pelo Presidente da República e por ele nomeados, após aprovação de seus nomes pelo Senado Federal.

§ 1º O mandato do Presidente do Banco Central do Brasil terá duração de 4 (quatro) anos, com início no dia 1º de janeiro do terceiro ano de mandato do Presidente da República.

§ 2º Os mandatos dos Diretores do Banco Central do Brasil terão duração de 4 (quatro) anos, observando-se a seguinte escala:

I - 2 (dois) Diretores terão mandatos com início no dia 1º de março do primeiro ano de mandato do Presidente da República;

II - 2 (dois) Diretores terão mandatos com início no dia 1º de janeiro do segundo ano de mandato do Presidente da República;

III - 2 (dois) Diretores terão mandatos com início no dia 1º de janeiro do terceiro ano de mandato do Presidente da República; e

IV - 2 (dois) Diretores terão mandatos com início no dia 1º de janeiro do quarto ano de mandato do Presidente da República.”

Como foi visto acima, o mandato é fixado em quatro anos, com possibilidade de recondução por igual período, sendo as nomeações escalonadas, com o objetivo de garantir a independência funcional da autarquia em relação ao ciclo político-eleitoral, impedindo influências do Presidente da República. Ademais, a mesma lei assera a impossibilidade de exoneração dos Diretores e Presidentes por meio de ato de livre exoneração por parte do Chefe do Poder Executivo Federal. No entanto, abre hipóteses das quais poderão haver exonerações, sendo elas:

“Art. 5º O Presidente e os Diretores do Banco Central do Brasil serão exonerados pelo Presidente da República:

I - a pedido;

II - no caso de acometimento de enfermidade que incapacite o titular para o exercício do cargo;

III - quando sofrerem condenação, mediante decisão transitada em julgado ou proferida por órgão colegiado, pela prática de ato de improbidade administrativa ou de crime cuja pena acarrete, ainda que temporariamente, a proibição de acesso a cargos públicos;

IV - quando apresentarem comprovado e recorrente desempenho insuficiente para o alcance dos objetivos do Banco Central do Brasil.”

As competências do Banco Central estão estabelecidas principalmente nos artigos 9º, 10 e 11 da Lei nº 4.595 de 1964⁶⁵, que lhe conferem amplos

65 Art. 9º - Compete ao Banco Central do Brasil cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional. Art. 10 - Compete privativamente ao Banco Central do Brasil: I - emitir moeda-papel e moeda metálica, nas condições e limites autorizados pelo Conselho Monetário Nacional (Vetado); II - executar os serviços do meio circulante; III - determinar o recolhimento de até cem por cento do total dos depósitos à vista e de até sessenta por cento de outros títulos contábeis das instituições financeiras, seja na forma de subscrição de letras ou obrigações do Tesouro Nacional ou compra de títulos da dívida pública federal, seja através de recolhimento em espécie, em ambos os casos entregues ao Banco Central do Brasil, na forma e condições por ele determinadas, podendo: a) adotar percentagens diferentes em função: 1- das regiões geo-econômicas; 2- das prioridades que atribuir as aplicações; 3- da natureza das instituições financeiras; b) determinar percentuais que não serão recolhidos, desde que tenham sido reaplicados em financiamentos à agricultura, sob juros favorecidos e outras condições por ele fixadas. IV - receber os recolhimentos compulsórios de que trata o inciso anterior e, ainda, os depósitos voluntários à vista das instituições financeiras, nos termos do inciso III e § 2º do art.19. V - realizar operações de redesconto e empréstimo a instituições financeiras bancárias e as referidas no inciso III, alínea b, deste artigo, e no § 4º do art.49 desta Lei; VI - exercer o controle do crédito sob todas as suas formas; VII - efetuar o controle dos capitais estrangeiros, nos termos da Lei; VIII - ser depositário das reservas oficiais de ouro, de moeda estrangeira e de direitos especiais de saque e fazer com estas últimas todas e quaisquer operações previstas no convênio constitutivo do Fundo Monetário Internacional. IX - exercer a fiscalização das instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas; X - conceder autorização às instituições financeiras, a fim de que possam: a) funcionar no País; b) instalar ou transferir suas sedes, ou dependências, inclusive no exterior; c) ser transformadas, fundidas, incorporadas ou encampadas; d) praticar operações de câmbio, crédito real e venda habitual, de títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, ações, debêntures, letras hipotecárias e outros títulos de crédito ou mobiliários; e) ter prorrogados os prazos concedidos para funcionamento; f) alterar seus estatutos. g) alienar ou, por qualquer outra forma, transferir o seu controle acionário. XI - estabelecer condições para a posse e para o exercício de quaisquer cargos de administração de instituições financeiras privadas, assim como para o exercício de quaisquer funções em órgãos consultivos, fiscais e semelhantes, segundo normas que forem expedidas pelo Conselho Monetário Nacional; XII - efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais; XIII - determinar que as matrizes das instituições financeiras registrem os cadastros das firmas que operam com suas agências há mais de um ano. § 1º No exercício das atribuições a que se refere o inciso X deste artigo, com base nas normas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil estudará os pedidos que lhes sejam formulados e resolverá conceder ou recusar a autorização pleiteada, podendo (Vetado) incluir as cláusulas que reputar convenientes ao interesse público. § 2º Observado o disposto no parágrafo anterior, as instituições financeiras estrangeiras dependem de autorização do poder executivo, mediante decreto, para que possam funcionar no País (Vetado). Art. 11 - Compete ainda ao Banco Central do Brasil: I - entender-se, em nome do Governo Brasileiro, com as instituições financeiras estrangeiras e internacionais; II - promover, como agente do Governo Federal, a colocação de empréstimos serviços; estabilidade internos ou externos, podendo, também, encarregar-se dos respectivos III - atuar no sentido de funcionamento regular do mercado cambial, da relativa das taxas de

poderes de regulamentação, supervisão e fiscalização das instituições financeiras que integram o SFN. Entre suas atribuições constitutivas está a execução das diretrizes da política monetária formuladas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), a emissão de moeda, o controle da inflação, a administração das reservas internacionais do país, o gerenciamento da dívida pública federal de curto prazo, e a regulação do crédito e da taxa de juros. Cabe ao BACEN também atuar como prestamista de última instância (*lender of last resort*), prover liquidez ao mercado e garantir a segurança e a eficiência dos sistemas de pagamento⁶⁶.

câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos direitos especiais de saque, e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial. IV - efetuar compra e venda de títulos de sociedades de economia mista e empresas do Estado; V - emitir títulos de responsabilidade própria, de acordo com as condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional; VI - regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; VII - exercer permanente vigilância nos mercados financeiros e de capitais sobre empresas que, direta ou indiretamente, interfiram nesses mercados e em relação às modalidades ou processos operacionais que utilizem; VIII - prover, sob controle do Conselho Monetário Nacional, os serviços de sua Secretaria. § 1º No exercício das atribuições a que se refere o inciso IX do artigo 10 desta Lei, o Banco Central do Brasil poderá examinar os livros e documentos das pessoas naturais ou jurídicas que detenham o controle acionário de instituição financeira, ficando essas pessoas sujeitas ao disposto no artigo 44, § 8º, desta Lei. § 2º O Banco Central do Brasil instalará delegacias, com autorização do Conselho Monetário Nacional, nas diferentes regiões geo-econômicas do País, tendo em vista a descentralização administrativa para distribuição e recolhimento da moeda e o cumprimento das decisões adotadas pelo mesmo Conselho ou prescritas em Lei. Art. 12 - O Banco Central do Brasil operará exclusivamente com instituições financeiras públicas e privadas, vedadas operações bancárias de qualquer natureza com outras pessoas de direito público ou privado, salvo as expressamente autorizadas por Lei. Art. 13 - Os encargos e serviços de competência do Banco Central, quando por ele não executados diretamente, serão contratados de preferência com o Banco do Brasil S.A., exceto nos casos especialmente autorizados pelo Conselho Monetário Nacional.

66 Os desdobramentos da crise financeira internacional, especial mente nos EUA e na Europa, explicitaram e colocaram em discussão os poderes discricionários dos Bancos Centrais que constituem a chamada função de emprestador de última instância. Trata-se de recurso crucial e indispensável para a sustentação das economias de mercado há séculos. Como economias monetárias, baseadas em relações de crédito que não podem ser liquidadas por todos os participantes simultaneamente, essas economias estão sempre sujeitas ao risco de graves crises de liquidez, nos momentos em que as incertezas se agudizam e todos querem transferir sua riqueza para formas seguras, ou seja, para moeda e títulos do Estado. Em situações assim, o Banco Central deve emitir dinheiro para atender a essa demanda e estancar a corrida por liquidez, de modo a evitar a contração do crédito e a possível quebra do sistema bancário, com consequências graves e imprevisíveis. Nessas situações, o BC deve emitir moeda e criar crédito a partir “do nada”, ou seja, deve ser o último emprestador, aquele que “banca” o sistema. A prerrogativa de agir de forma discricionária caracteriza a função de em prestador de última instância. Em tempos de normalidade, a função de emprestador de última instância é pouco discutida no debate acadêmico, mas quase nunca com o objetivo de regulamentá-la ou de impor limites a seu exercício (Carvalho, Carlos Eduardo. O Banco Central como emprestador de última instância: mão quase invisível ao sustentar os mercados. OIKOS | Rio de Janeiro | Volume 11, n. 2 • 2012 | www.revistaoikos.org | pgs 217-239).

O art. 10 da Lei nº 4.595/1964 ainda confere ao BACEN a função de fiscalizar as operações de crédito e a constituição de instituições financeiras, autorizar seu funcionamento, controlar o fluxo de capital estrangeiro, intervir e liquidar instituições financeiras, entre outras prerrogativas de natureza prudencial. Tais atribuições se voltam não apenas para a estabilidade do sistema bancário, mas também para a defesa da ordem econômica, conforme delineado no art. 170 da Constituição Federal⁶⁷.

Do ponto de vista institucional, o Banco Central do Brasil, exerce papel estratégico na execução da política macroprudencial⁶⁸, sendo o principal responsável pela aplicação de medidas preventivas para mitigar riscos sistêmicos, assegurando a resiliência do sistema financeiro frente a choques internos e externos. Com o avanço da digitalização dos serviços financeiros, a instituição também ampliou sua atuação regulatória sobre arranjos de pagamento, fintechs e iniciativas de inovação regulatória, como o *Open Finance*⁶⁹ e o *Sandbox*⁷⁰ Regulatório, previstos nas normas emitidas pelo próprio BACEN no exercício de sua competência normativa e regulatória.

No que se refere à sua competência sancionadora, o BACEN pode aplicar penalidades administrativas a instituições financeiras e seus dirigentes em caso de descumprimento das normas legais e regulamentares, de acordo com os arts. 44 a 46 da Lei nº 4.595 de 1964⁷¹ e os arts. 3º da Resolução CMN

67 “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I - soberania nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas brasileiras de capital nacional de pequeno porte. IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei” (Brasil, 1988).

68 Vide tópico “2.2. O Banco Central do Brasil como agente regulador”.

69 Vide tópico “2.2. O Banco Central do Brasil como agente regulador”.

70 Vide tópico “2.2. O Banco Central do Brasil como agente regulador”.

71 Art. 44 - As infrações aos dispositivos desta Lei sujeitam as instituições financeiras, seus diretores, membros de conselhos administrativos, fiscais e semelhantes, e gerentes, às seguintes penalidades, sem prejuízo de outras estabelecidas na legislação vigente: I - advertência; II - multa pecuniária variável; III - suspensão do exercício de cargos; IV - inabilitação temporária ou permanente para o exercício de cargos de direção na administração

nº 4.860⁷² de 2020. As sanções aplicáveis variam desde advertências e multas até a inabilitação temporária para o exercício de cargos de direção. Esta função

ou gerência em instituições financeiras; V - cassação da autorização de funcionamento das instituições financeiras públicas, exceto as federais, ou privadas; § 1º A pena de advertência será aplicada pela inobservância das disposições constantes da legislação em vigor, ressalvadas as sanções nela previstas, sendo cabível também nos casos de fornecimento de informações inexatas, de escrituração mantida em atraso ou processada em desacordo com as normas expedidas de conformidade com o art.4º, inciso XII, desta Lei. § 2º As multas serão aplicadas até 200 (duzentas) vezes o maior salário mínimo vigente no País, sempre que as instituições financeiras, por negligência ou dolo: (Conforme o Art.3º da MP 2224/2001, as multas serão aplicadas até o valor de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais). a) advertidas por irregularidades que tenham sido praticadas, deixarem de saná-las no prazo que lhes for assinalado pelo Banco Central do Brasil; b) infringirem as disposições desta Lei relativas ao capital, fundos de reserva, encaixe, recolhimentos compulsórios, serviços e operações, não atendimento ao disposto nos arts 27 e 33, inclusive as vedadas nos arts 34 (incisos II a V), 35 a 40 desta Lei, e abusos de concorrência (art.18 § 2º); c) opuserem embaraço à fiscalização do Banco Central do Brasil. § 3º As multas cominadas neste artigo serão pagas mediante recolhimento ao Banco Central do Brasil, dentro do prazo de 15 (quinze) dias, contados do recebimento da respectiva notificação, ressalvado o disposto no § 5º deste artigo e serão cobradas judicialmente, com acréscimo da mora de 1% (um por cento) ao mês, contada da data da aplicação da multa, quando não forem liquidadas naquele prazo. § 4º As penas referidas nos incisos III e IV, deste artigo, serão aplicadas quando forem verificadas infrações graves na condução dos interesses da instituição financeira ou quando da reincidência específica, devidamente caracterizada em transgressões anteriormente punidas com multa. § 5º As penas referidas nos incisos II, III e IV deste artigo serão aplicadas pelo Banco Central do Brasil admitido recurso, com efeito suspensivo, em segunda e última instância, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, interposto dentro de 15 dias, contados do recebimento da notificação. § 6º É vedada qualquer participação em multas, as quais serão recolhidas integralmente ao Banco Central do Brasil. § 7º Quaisquer pessoas físicas ou jurídicas que atuem como instituição financeira, sem estar devidamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, ficam sujeitas à multa referida neste artigo e detenção de 1 a 2 anos, ficando a esta sujeitos, quando pessoa jurídica, seus diretores e administradores. § 8º No exercício da fiscalização prevista no art.10, inciso IX, desta Lei, o Banco Central do Brasil poderá exigir das instituições financeiras ou das pessoas físicas ou jurídicas, inclusive as referidas no parágrafo anterior, a exibição a funcionários seus, expressamente credenciados, de documentos, papéis e livros de escrituração, considerando-se a negativa de atendimento como embaraço à fiscalização, sujeito à pena de multa, prevista no § 2º deste artigo, sem prejuízo de outras medidas e sanções cabíveis. § 9º A pena de cassação, referida no inciso V, deste artigo, será aplicada pelo Conselho Monetário Nacional, por proposta do Banco Central do Brasil, nos casos de reincidência específica de infrações anteriormente punidas com as penas previstas nos incisos III e IV deste artigo. Art. 45 - As instituições financeiras públicas não federais e as privadas estão sujeitas, nos termos da legislação vigente, à intervenção efetuada pelo Banco Central do Brasil ou à liquidação extrajudicial. Parágrafo único. A partir da vigência desta Lei, as instituições de que trata este artigo não poderão impetrar concordata

72 Art. 3º A ouvidoria tem por finalidade: I - atender em última instância as demandas dos clientes e usuários de produtos e serviços que não tiverem sido solucionadas nos canais de atendimento primário da instituição; e II - atuar como canal de comunicação entre a instituição e os clientes e usuários de produtos e serviços, inclusive na mediação de conflitos.

Parágrafo único. Para efeitos desta Resolução, considera-se primário o atendimento habitual realizado em quaisquer pontos ou canais de atendimento, incluídos os correspondentes no País e o Serviço de Atendimento ao Consumidor (SAC) de que trata o Decreto nº 6.523, de 31 de julho de 2008.

72 O Banco Central do Brasil publicou a Resolução BCB nº 356, que regulamenta os procedimentos para o cálculo do requerimento de capital para risco operacional (RWAOPAD), em substituição à Circular nº 3.640/2013, com vigência a partir de 1º de janeiro de 2025. A nova norma, fruto da Consulta Pública nº 94, padroniza a metodologia de cálculo, incorporando um componente baseado em perdas internas, tornando o modelo mais robusto, sensível ao risco e comparável entre as instituições do Sistema Financeiro Nacional (SFN). A mudança deve

é essencial para garantir a conformidade regulatória e o cumprimento dos padrões de conduta exigidos no âmbito do sistema financeiro.

Adicionalmente, em consonância com as diretrizes internacionais de supervisão bancária, o Banco Central tem incorporado⁷³ as recomendações do Comitê de Basileia, implementando regras de capital mínimo, gestão de riscos, governança corporativa e transparência. Tais diretrizes estão refletidas nas Resoluções do Conselho Monetário Nacional e do próprio BACEN, contribuindo para o alinhamento do sistema financeiro nacional aos padrões globais de regulação prudencial.

Assim, a estrutura e competências do Banco Central do Brasil evidenciam a centralidade da instituição na arquitetura normativa e operacional do Sistema Financeiro Nacional. A sua autonomia funcional, aliada à sua robusta gama de atribuições, permite-lhe atuar como um verdadeiro garantidor da estabilidade monetária e financeira, além de desempenhar um papel crucial na promoção do desenvolvimento econômico equilibrado, função esta que se insere dentro da lógica do Estado regulador moderno.

3.3. Regulação do sistema financeiro e estabilidade econômica.

No atual arranjo institucional, o SFN não se limita à intermediação tradicional de crédito e depósitos, mas compreende um complexo ecossistema que inclui bancos múltiplos, cooperativas, *fintechs*⁷⁴, plataformas de pagamentos, fundos de investimento e participantes do mercado de capitais. Diante disso, a estabilidade financeira⁷⁵ deve ser compreendida não apenas

resultar em um aumento de R\$ 34 bilhões no capital exigido, o equivalente a 2,6% do Patrimônio de Referência do SFN. A medida segue as diretrizes do Comitê de Basileia, no contexto da Basileia III, visando à convergência regulatória internacional com adaptação à realidade brasileira (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução BCB nº 356 aprimora cálculo do requerimento de capital para risco operacional. Brasília, 21 mar. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/18033/nota>)

74 O mencionado complexo será melhor debatido no capítulo 4.

75 Estabilidade financeira é definida como a manutenção, ao longo do tempo e em qualquer cenário econômico, do regular funcionamento do sistema de intermediação financeira entre famílias, empresas e governo. Faz parte da missão do Banco Central (BC) assegurar que o sistema financeiro seja sólido e eficiente (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estabilidade

como ausência de colapsos bancários, mas como a capacidade do sistema de absorver choques (Banco Central do Brasil, Volume 22 | N. 1 | Maio, 2023), manter o fluxo de crédito à economia real e preservar a confiança dos agentes.

A regulação, nesse contexto, deve ser responsiva, calibrada e tecnicamente fundamentada, evitando tanto a captura regulatória⁷⁶ quanto a omissão fiscalizatória. A seguir, examina-se a estrutura e aplicação dos principais instrumentos regulatórios do Bacen, com base nos três eixos principais, sendo eles: I) Controle da inflação e política monetária; II) Supervisão prudencial e mitigação de riscos sistêmicos; e III) Regulamentação da concorrência no setor financeiro.

3.3.1. Controle da inflação e política monetária.

O controle da inflação é a função primordial da autoridade monetária no regime de metas inflacionárias, vigente no Brasil desde 1999 (Arestis, Paula, filho, 2008). Esse modelo atribui ao Banco Central a responsabilidade de ajustar a taxa de juros de curto prazo (Selic⁷⁷) de forma a manter a inflação dentro de uma banda definida anualmente pelo Conselho Monetário Nacional.

financeira. Brasília: Banco Central do Brasil, [202?]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira>. Acesso em: 14 abr. 2025).

76 "Quando se fala em captura regulatória, em geral, a produção acadêmica divide-se em duas formas de interpretação: a ampla e a restritiva (Dal Bó, 2006). A interpretação ampla não diz respeito apenas a agências reguladoras, mas trata a captura como um processo genérico em que interesses externos afetam a intervenção do Estado sobre a economia. Ou seja, diz respeito a interesses especiais que afetam a intervenção do Estado em todas as suas formas e pode incluir áreas como impostos, escolha da política externa ou monetária ou mesmo legislação que afeta pesquisa e desenvolvimento. A interpretação restritiva, por sua vez, entende a captura regulatória especificamente como os processos pelos quais os agentes regulados manipulam as agências que deveriam exercer controle sobre eles" (Cavalcanti, Marcos Mendes. *Independência do Banco Central: argumentos e evidências empíricas*. Revista de Administração Pública, Rio de Janeiro, v. 55, n. 1, p. 1–25, jan./fev. 2021, p. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rap/a/J64hd6s5ngFwdb9vJhyk69S/?lang=pt&format=pdf>. Acesso em: 14 abr. 2025).

77 A taxa Selic é a taxa básica de juros da economia, que influencia outras taxas de juros do país, como taxas de empréstimos, financiamentos e aplicações financeiras. A definição da taxa Selic é o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central (BC) para controlar a inflação. A Selic é a taxa de juros média praticada nas operações compromissadas com títulos públicos federais com prazo de um dia útil. O BC realiza operações no mercado de títulos públicos para que a taxa Selic efetiva esteja em linha com a meta da taxa Selic, que é definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BC (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Taxa Selic. Brasília: Banco Central do Brasil, [202?]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>. Acesso em: 14 abr. 2025.).

A taxa Selic é o principal instrumento operacional da política monetária e afeta o sistema financeiro por meio do chamado mecanismo de transmissão, que envolve o custo do crédito, o nível da atividade econômica, a taxa de câmbio e as expectativas inflacionárias (Cavalcanti, Vonbun, 2008). A atuação do BACEN ocorre primordialmente por meio das operações compromissadas no mercado aberto, através da compra e venda de títulos públicos com compromisso de recompra, influenciando a liquidez diária do sistema e a formação da taxa interbancária (Silva Junior, 2012).

Em cenários inflacionários derivados de choques cambiais, alta de commodities ou expansão fiscal, o Bacen deve agir com tempestividade, utilizando os instrumentos disponíveis para ancorar expectativas e preservar o poder de compra da moeda (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação – março de 2022).

Por fim, além da taxa Selic, o Banco Central dispõe de mecanismos auxiliares como o recolhimento compulsório⁷⁸, o redesconto⁷⁹ e as exigibilidades de capital, os quais podem ser usados de forma complementar para gerir liquidez e crédito. A transparência da atuação é reforçada por meio da publicação do Relatório de Inflação e das atas do Comitê de Política Monetária (Copom), elementos essenciais para alinhar expectativas e reduzir volatilidade.

78 Quando uma pessoa vai a um banco e realiza um depósito, parte do valor é recolhido pela instituição financeira no Banco Central na forma de um depósito compulsório. O recolhimento compulsório é mais um dos mecanismos que o Banco Central (BC) tem à disposição na sua caixa de ferramentas na manutenção da estabilidade financeira e de combate à inflação. Trata-se de parcela do dinheiro dos correntistas que os bancos são obrigados a manter depositada no BC. Embora tenham sido criados, originalmente, para influenciar a quantidade de moeda na economia, os recolhimentos compulsórios assumem também o papel de “colchões de liquidez”, isto é, reservas de emergência que podem ser utilizadas pelas instituições financeiras, a critério do BC, em situações de crise como a que ocorreu em 2008. Além disso, na medida em que parte dos recursos captados pelos bancos fica recolhido no Banco Central, estes emprestam menos do que poderiam, reduzindo, assim, a sua exposição ao risco de crédito (risco de “calote”) (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Recolhimentos compulsórios. Brasília: Banco Central do Brasil, [s.d.]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recolhimentoscompulsorios>. Acesso em: 14 abr2025).

79 Empréstimos de última instância concedidos pelo Banco Central mediante a compra, com compromisso de revenda, de títulos, crédito e direitos creditórios integrantes do ativo das instituições financeiras (bancos múltiplos com carteira comercial, bancos comerciais e caixas econômicas) (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Glossário – Estatísticas Monetárias e de Crédito. Brasília: Banco Central do Brasil, [s.d.]. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/Documents/Estatisticas_mensais/Monetaria_credito/glossariocredito.pdf. Acesso em: 14 abr. 2025.).

3.3.2. Supervisão prudencial e mitigação de riscos sistêmicos.

Como foi dito inicialmente, a supervisão prudencial no setor financeiro consiste em um conjunto de normas e mecanismos voltados à solidez das instituições financeiras, à estabilidade do sistema como um todo e à mitigação de riscos sistêmicos, isto é, à contenção de eventos que possam desencadear efeitos em cadeia sobre o mercado. No Brasil, essa função é exercida precipuamente pelo Banco Central do Brasil, nos termos da Lei nº 4.595 de 1964, que lhe confere competência para fiscalizar, autorizar e regulamentar as atividades das instituições financeiras, com vistas à manutenção da estabilidade financeira e à preservação do funcionamento adequado do sistema de pagamentos.

A mitigação de riscos sistêmicos se relaciona com a estrutura macroprudencial da regulação, que busca prevenir desequilíbrios capazes de comprometer o fluxo de crédito, a liquidez e a confiança no mercado. Nesse contexto, a atuação do BACEN visa garantir níveis adequados de capital, liquidez e governança nas instituições, com base em parâmetros internacionais como os Acordos de Basileia.

A partir da Lei nº 13.506 de 2017⁸⁰, que trata do processo sancionador nas esferas do BACEN e da Comissão de Valores Mobiliários, reforçou-se o papel preventivo da supervisão, ampliando a responsabilização por condutas que comprometam a integridade e a estabilidade do sistema financeiro.

A abordagem prudencial, portanto, tem como foco a proteção da estrutura sistêmica do mercado e se distingue da regulação concorrencial, cujo foco é a dinâmica entre os agentes e a preservação da competição. Essa

80 Art. 4º Constituem infrações graves aquelas infrações que produzam ou possam produzir quaisquer dos seguintes efeitos: I - causar dano à liquidez, à solvência ou à higidez ou assumir risco incompatível com a estrutura patrimonial de pessoa mencionada no caput do art. 2º desta Lei; II - contribuir para gerar indisciplina no mercado financeiro ou para afetar a estabilidade ou o funcionamento regular do Sistema Financeiro Nacional, do Sistema de Consórcios, do Sistema de Pagamentos Brasileiro ou do mercado de capitais; III - dificultar o conhecimento da real situação patrimonial ou financeira de pessoa mencionada no caput do art. 2º desta Lei; IV - afetar severamente a finalidade e a continuidade das atividades ou das operações no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, do Sistema de Consórcios ou do Sistema de Pagamentos Brasileiro.

distinção é forçoso para compreender os conflitos institucionais observados na análise de atos de concentração no setor.

3.3.3. Regulamentação da concorrência no setor financeiro.

A regulação da concorrência no setor financeiro brasileiro é tema que suscita relevantes debates doutrinários e institucionais⁸¹, sobretudo diante da sobreposição de competências entre o Banco Central do Brasil e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica. A Lei nº 4.595 de 1964, definiu ao Bacen à análise de atos de concentração de instituições financeiras (Brasil, 1964):

“Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil:

X - Conceder autorização às instituições financeiras, a fim de que possam:

- a) funcionar no País;
- b) instalar ou transferir suas sedes, ou dependências, inclusive no exterior;
- c) ser transformadas, fundidas, incorporadas ou encampadas;
- d) praticar operações de câmbio, crédito real e venda habitual de títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal,

81 Este debate surgiu concretamente com a compra do Banco de Crédito Nacional (BCN) pelo Banco Bradesco, em 1997, portanto, ainda na vigência da Lei 8.884/1994. Ambas as instituições financeiras, cumprindo os artigos 10 e 18 da Lei nº 4.595/64, submeteram o negócio jurídico à análise do BACEN, que aprovou a operação, sem que fosse feita qualquer submissão ao CADE. Não obstante, a aquisição de controle acionário do BCN pelo Bradesco o fez participar de joint venture antes constituída pelo BCN com outra entidade, a Alliance Capital Management Corporation of Delaware, para o gerenciamento de fundos de investimentos e carteiras administradas. Tal participação gerou concentração horizontal nos mercados de atuação da joint venture, suscitando a análise pelo CADE, que na oportunidade tomou conhecimento da operação de aquisição de controle do BCN pelo Bradesco, que até então não lhe havia sido apresentada. O CADE, apesar de concluir que a aquisição não gerou impactos anticoncorrenciais no mercado analisado referente à joint venture, entendeu que a aquisição poderia repercutir em outros mercados, devendo, portanto, a operação ser apreciada por meio de submissão aos órgãos de defesa da concorrência. Em consequência, determinou a apresentação da operação de aquisição de controle acionário do BCN pelo grupo Bradesco, aplicando multa de R\$127.692,00 pela intempestividade (FERRARI, Isabela; MACHADO, Gabriel. Cade e Bacen: do conflito de competência à atuação conjunta no mercado financeiro. JOTA, 04 abr. 2023. Disponível em: <https://www.jota.info/artigos/cade-e-bacen-do-conflito-de-competencia-a-atuacao-conjunta-no-mercado-financeiro>. Acesso em: 15 abr. 2025).

ações Debêntures, letras hipotecárias e outros títulos de crédito ou mobiliários;

e) ter prorrogados os prazos concedidos para funcionamento;

f) alterar seus estatutos

§ 2º O **Banco Central da Republica do Brasil**, no exercício da fiscalização que lhe compete, **regulará as condições de concorrência entre instituições financeiras**, coibindo-lhes os abusos com a aplicação da pena nos termos desta lei.”

Como assevera Carlos Ari Sunfeld (2002), no mencionado dispositivo, prevê-se a penalização de abusos de concorrência que poderão surgir a partir da não observância das condições concorrenciais a serem fixadas pelo Banco Central.

Como se pode notar da leitura do capítulo 1 de do início deste, a estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) confere ao BACEN um papel de autoridade monetária e regulador prudencial do setor bancário, enquanto o CADE detém a competência constitucional e legal de zelar pela ordem econômica, reprimindo práticas anticompetitivas e controlando atos de concentração.

A antiga Lei nº 8.884, de 1994, que regulava o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, previa em seu artigo 54, § 4º, que os atos de concentração econômica deveriam ser apresentados para exame “previamente ou no prazo máximo de quinze dias úteis de sua realização”. Ou seja, a legislação permitia que fusões, aquisições e incorporações fossem notificadas tanto antes quanto depois de sua concretização. Essa redação ambígua, ao admitir a notificação posterior, comprometia a eficácia do controle concorrenciais ao permitir que os efeitos das operações se manifestassem no mercado sem qualquer análise prévia dos órgãos responsáveis.

Ainda em 1998, na análise do ato de concentração nº 08012.008895/98-53, o Ex-conselheiro do CADE, João Bosco Leopoldino da Fonseca, já advertia

acerca da importância e necessidade da mencionada análise ser anterior a conclusão do ato (1998):

"Inicialmente cabe apontar a importância do caráter preventivo das decisões do CADE. A qualidade das decisões dos órgãos de defesa da concorrência está vinculada com a necessidade em se decidir em tempo econômico, sob pena de estas decisões tornarem-se obsoletas ou inócuas. De um ponto de vista ideal, o desejável é que houvesse perfeita simultaneidade entre o exercício das competências do CADE e demais órgãos e a ocorrência das alterações de mercado capazes de afetar as relações concorrenciais. Assim, a efetiva atuação do CADE depende da cooperação dos agentes econômicos em notificar suas operações de fusão e aquisição no tempo mais próximo possível ao momento em que tiver ocorrido a alteração nas relações econômicas entre as partes."

O mencionado modelo adotado pela falecida lei, fragilizava a função preventiva essencial à política de defesa da concorrência. Ao permitir que atos de concentração fossem consumados antes da análise técnica pelo CADE e pelos demais órgãos envolvidos (como a SDE e a SEAE), a lei criava um cenário em que eventuais danos à concorrência só podiam ser combatidos depois de já instalados – o que muitas das vezes era quase impossível⁸². Isso esvaziava a razão de ser de uma lei antitruste, que deve -ou deveria- atuar proativamente para evitar distorções de mercado, em vez de apenas reagir a elas.

Além disso, a possibilidade de notificação posterior dificultava a reversão de operações anticompetitivas, uma vez que, após a concretização da fusão ou aquisição, muitas vezes já havia integração operacional, demissões,

82 "Um ex-conselheiro do Cade fazia uma interessante comparação entre as referidas operações de fusão/aquisição e a mistura do café com leite, servindo para ilustrar que determinadas combinações de elementos, após misturados, passam a formar um terceiro e novo componente, distinto daqueles que o originaram. Para além disso, o exemplo é didático a revelar a dificuldade, em certas e determinadas ocasiões, de se retroceder ao estado anterior, tal qual ocorre com a mistura do café com leite. A fusão prévia, sem condicionantes, por vezes tem impactos semelhantes ao ilustrado entre as empresas (MENDES, Felipe. Defesa da concorrência: autorização precária ou liminar em ato de concentração? Consultor Jurídico, São Paulo, 22 ago. 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-ago-22/defesa-concorrencia-autorizacao-precaria-ou-liminar-ato-concentracao/>. Acesso em: 1 maio 2025.)."

fechamento de unidades e outros efeitos de difícil reversão. Isso tornava a atuação do CADE mais frágil e politicamente sensível, reduzindo sua efetividade e ampliando o risco de judicializações e insegurança jurídica.

A percepção desse equívoco foi de forma muito feliz, corrigida pelo legislador, Lei nº 12.529 de 2011, que substituiu o modelo de notificação “prévia ou posterior” por um sistema de notificação obrigatoriamente prévia - desde que presente os requisitos constantes na Nova Lei de Concorrência.

A nova Lei nº 12.529/2011 estabelece que os atos de concentração somente podem ser efetivados após a análise e aprovação prévia pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Essa exigência fortaleceu o caráter preventivo do sistema de defesa da concorrência, alinha o Brasil às melhores práticas internacionais e proporciona maior previsibilidade e segurança jurídica tanto para os agentes econômicos quanto para o mercado em geral.

Nesse contexto, o artigo 90 da referida lei define, por meio de seus incisos, as hipóteses jurídicas que configuram um ato de concentração. Destaca-se, a esse respeito, o seguinte teor legal (Brasil, 2011):

“Art. 90. Para os efeitos do art. 88 desta Lei, realiza-se um ato de concentração quando:

I - 2 (duas) ou mais empresas anteriormente independentes se fundem;

II - 1 (uma) ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o controle ou partes de uma ou outras empresas;

III - 1 (uma) ou mais empresas incorporam outra ou outras empresas; ou

IV - 2 (duas) ou mais empresas celebram contrato associativo, consórcio ou *joint venture*.”

Ademais, parágrafo único do artigo mencionado exclui certas operações do conceito de "atos de concentração" previstos no art. 88 da Lei nº 12.529 de 2011, que regula os atos que podem impactar negativamente a concorrência no mercado. De acordo com esse dispositivo, operações descritas no inciso IV do caput, quando relacionadas a licitações públicas ou contratos delas decorrentes, não são consideradas atos de concentração econômica.

A exemplo disso podemos mencionar a exemplo quando empresas constituírem uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) ou realizarem associações temporárias exclusivamente para participar de licitações públicas ou cumprir contratos administrativos, essas operações não precisam ser submetidas ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) para análise de impacto na concorrência. A justificativa está no caráter especial dessas operações, que visam atender a demandas públicas específicas, sem intenção de gerar monopólios ou oligopólios no mercado em geral.

Como é sabido, alguns atos de concentração devem ser notificados junto a autoridade antitruste Brasileira, como condição de eficácia para a conclusão das tratativas. Mas quais são os requisitos para que tal situação seja condição suspensiva de eficácia do negócio jurídico?

Na referida lei, é possível identificar dois requisitos distintos: um de natureza objetiva e outro de caráter subjetivo, ambos previstos no artigo 88 e seus incisos, conforme segue (Brasil, 2011):

“Art. 88. Serão submetidos ao Cade pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente:

I - pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, **faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00** (quatrocentos milhões de reais); e

II - pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, **faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00** (trinta milhões de reais) (grifo nosso).

Já § 1º estabelece que os valores previstos nos incisos transcritos acima podem ser ajustados, seja de forma conjunta ou separadamente, com base em uma indicação do Plenário do CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica). Esses ajustes devem ser formalizados por meio de uma portaria interministerial, assinada pelos Ministros de Estado da Fazenda e da Justiça.

Atualmente, os valores ajustados, válidos até o momento, estão previstos na Portaria Interministerial nº 994 de 2012, editada pelo Ministério da Fazenda. Essa portaria atualizou os valores estabelecidos inicialmente pela Lei nº 12.529 de 2011, conferindo parâmetros monetários adequados às análises de atos de concentração e outras disposições da lei desta maneira (Brasil, 2012):

“Art. 1º Para os efeitos da submissão obrigatória de atos de concentração a análise do Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE, conforme previsto no art. 88 da Lei 12.529 de 30 de novembro de 2011, os valores mínimos de faturamento bruto anual ou volume de negócios no país passam a ser de:

I - **R\$ 750.000.000,00 (setecentos e cinquenta milhões de reais)** para a hipótese prevista no inciso I do art. 88, da Lei 12.529, de 2011; e II - **R\$ 75.000.000,00 (setenta e cinco milhões de reais)** para a hipótese prevista no inciso II do art. 88, da Lei 12.529 de 2011” (grifo nosso).

Nesse contexto, emergiu o que se convencionou denominar conflito aparente de normas e competências, tema que foi objeto de pronunciamento tanto da Advocacia-Geral da União (AGU) quanto da Procuradoria-Geral junto ao BACEN, além de ter sido pacificado por acordo de cooperação entre os órgãos reguladores. O presente trabalho analisa esse conflito sob a ótica da

segurança jurídica, da efetividade regulatória e da proteção da livre concorrência, com foco na atuação coordenada na análise de atos de concentração no setor financeiro.

3.3.3.1. Conceito de conflito aparente de normas ou competência

O conflito aparente de normas ou competências ocorre quando duas ou mais normas jurídicas parecem incidir sobre o mesmo fato, criando uma sobreposição que, em tese, comprometeria a segurança jurídica e a coerência do ordenamento. No entanto, trata-se de uma aparência de conflito, pois a aplicação de critérios hermenêuticos — como a especialidade, subsidiariedade e competência prevalente — permite a harmonização das normas envolvidas.

No caso específico da atuação do BACEN e do CADE, o conflito não é formal ou explícito, mas sim aparente, pois resulta de uma sobreposição de finalidades regulatórias que, embora legítimas, podem gerar tensionamentos institucionais quando se trata da análise de atos de concentração no setor financeiro.

3.4. Conflito aparente entre BACEN e CADE: pareceres institucionais

3.4.1. Parecer da Advocacia-Geral da União

A AGU, instada a se manifestar diante da sobreposição de competências entre o BACEN e o CADE, emitiu o Parecer AGU/LA-01/2018 anexo ao parecer GM-020, aprovado pelo Presidente da República e com força normativa vinculante para a administração pública federal, conforme artigo 40 da Lei Complementar nº 73/1993.

No mencionado parecer, a AGU reconheceu que, historicamente, a edição da Lei nº 12.529 de 2011, que atribuiu ao CADE competência para analisar atos de concentração. Ademais, suscitou dúvidas sobre a continuidade da competência exclusiva do BACEN para autorizar reestruturações societárias no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, conforme previsto na Lei nº 4.595 de 1964.

E acabou por concluir do seguinte (AGU, 2000): "À luz da legislação vigente, a **competência para analisar e aprovar os atos de concentração das instituições integrantes do sistema financeiro nacional**, bem como de regular as **condições de concorrência entre instituições financeiras, aplicando-lhes as penalidades cabíveis, é privativa, ou seja, é exclusiva do Banco Central do Brasil, com exclusão de qualquer outra autoridade, inclusive o CADE.**"

Para que o membro da AGU tenha chegado a tal conclusão, tomou-se como premissa os seguintes fundamentos (Sundfeld, 2002):

a) **Hierarquia normativa e recepção da Lei nº 4.595/64:** A Lei nº 4.595 de 1964 foi recepcionada pela Constituição de 1988 como lei complementar, em razão do art. 192 da CF/88, que exige essa espécie normativa para tratar do Sistema Financeiro Nacional. Por isso, não poderia ser revogada por lei ordinária, como a Lei nº 12.529/2011 (Lei da Concorrência).

b) **Competência expressa do BACEN:** Nos termos do art. 18, § 2º da Lei nº 4.595/64, o BACEN possui atribuição para regular as condições de concorrência entre instituições financeiras e coibir abusos. Além disso, o art. 10, X, "c", confere ao BACEN a competência para autorizar operações societárias como fusões, incorporações e transformações no setor.

c) **Prevalência da norma especial sobre a geral:** As disposições específicas da Lei nº 4.595/64 sobre instituições financeiras, inclusive no aspecto concorrencial, prevalecem sobre a regra geral da Lei da Concorrência.

d) **Reforço normativo da Lei nº 9.447/1997:** Essa lei atribuiu ao BACEN poderes amplos para autorizar e, inclusive, determinar *ex officio* reorganizações societárias e transferências de controle no setor financeiro, ampliando sua atuação estrutural sobre os agentes do mercado.

e) **Suposta exclusividade da competência concorrencial do BACEN:** A existência de conflito entre as atribuições do BACEN e do CADE não permite concluir que suas competências sejam complementares. Diferentemente de outras agências reguladoras (como a ANATEL), a legislação teria conferido ao

BACEN competência integral e exclusiva em matéria concorrencial no setor financeiro.

f) **Aplicação de penalidades por infrações à concorrência:** Embora o BACEN não tenha sido autorizado a aplicar penalidades da antiga Lei nº 8.884/94 (ou da atual Lei nº 12.529/2011), isso não impede a aplicação de sanções previstas na própria Lei nº 4.595/64, inclusive em casos de abuso concorrencial (art. 44). O BACEN possui, portanto, margem de discricionariedade normativa e sancionatória, podendo inclusive adotar critérios da legislação antitruste de forma subsidiária.

3.4.2. Entendimento do CADE: voto do conselheiro Celso Ferreira Fernandes Campilongo no caso Finasa.

No julgamento do ato de concentração nº 08012.006762/2000-09, o conselheiro Celso Ferreira Fernandes Campilongo, teve como voto condutor, concluindo pela competência complementar entre o BACEN e o CADE. Firmando-se nos seguintes pontos (Sundfeld, 2002):

A) Distinção de Funções entre BACEN e CADE: O Banco Central do Brasil e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica exercem funções distintas, porém complementares no tocante à regulação do mercado financeiro. Enquanto o BACEN atua como órgão regulador prudencial, estabelecendo normas gerais e abstratas voltadas à estabilidade do Sistema Financeiro Nacional, com foco na mitigação do risco sistêmico, proteção da poupança e eficiência do setor, o CADE exerce função adjudicatória, julgando casos concretos de condutas anticompetitivas e atos de concentração à luz da legislação concorrencial. O CADE não regula previamente o mercado financeiro, mas aplica a Lei nº 8.884 de 1994 com base em critérios constitucionais e legais, o que evidencia a necessidade de coordenação entre ambas as instituições, sem sobreposição de competências.

B) Aplicabilidade da Legislação Antitruste ao Setor Financeiro: Não há qualquer isenção normativa que exclua o setor financeiro do alcance da legislação antitruste. Tanto a Constituição Federal, nos artigos 170 e 173, § 4º, quanto a Lei nº 8.884 de 1994, garantem a plena aplicação da defesa da

concorrência às instituições financeiras. Assim, não subsiste a tese de imunidade concorrencial a esse segmento, devendo os atos praticados por bancos e demais entidades financeiras serem submetidos ao controle concorrencial.

C) Insuficiência da Lei nº 4.595 de 1964 para a Defesa da Concorrência: Embora alguns sustentem que a tutela concorrencial no sistema financeiro estaria a cargo do BACEN, conforme disposto na Lei nº 4.595/64, tal argumento não se sustenta, pois essa norma não possui estrutura normativa adequada à defesa da concorrência. A referida legislação trata genericamente de "abusos de concorrência", sem desenvolver um regime dogmático e técnico que permita enfrentar adequadamente questões estruturais e comportamentais típicas do direito antitruste.

D) Falácia da Prevalência Hierárquica da Lei Complementar: É igualmente infundado o argumento de que a Lei nº 4.595 de 1964, por ser uma lei complementar, prevaleceria sobre a Lei nº 8.884 de 1994, de natureza ordinária. Ambas têm fundamentos constitucionais distintos: a primeira fundamenta-se no art. 192, tratando da regulação prudencial; a segunda, nos arts. 170 e 173, § 4º, que tratam especificamente da defesa da concorrência. Portanto, a Lei nº 8.884 de 1994 é a norma especial em matéria concorrencial, inclusive no âmbito financeiro.

E) Limites do Argumento do Risco Sistêmico: Ainda que o risco sistêmico seja uma preocupação legítima e importante para o BACEN, sua invocação não deve ser utilizada como justificativa genérica para afastar a atuação do CADE. Situações excepcionais de risco podem justificar medidas específicas do BACEN, com base em legislações próprias, como a Lei nº 9.447 de 1997, o Decreto-Lei nº 2.321 de 1987 e a Lei nº 6.024 de 1974. Contudo, essas medidas devem ser limitadas, temporárias e fundamentadas, não podendo servir de argumento para a exclusão permanente do controle antitruste.

F) Fragilidade do Argumento da Lei Especial: A tese de que a Lei do Sistema Financeiro seria especial em relação à Lei Antitruste carece de

fundamento lógico. Se a análise se der sob a ótica concorrencial, é a Lei nº 8.884 de 1994 que deve ser considerada como norma específica. A especialidade não se refere à natureza formal da norma, mas ao conteúdo material da matéria tratada. Nesse sentido, no que toca ao julgamento de atos de concentração e condutas anticompetitivas, é a lei antitruste que possui o regime jurídico adequado e especializado.

G) Histórico de Ineficiência do BACEN na Promoção da Concorrência Historicamente: a atuação do BACEN e a aplicação da Lei nº 4.595/64 não contribuíram significativamente para o fortalecimento da livre concorrência no setor financeiro. A ausência de uma cultura institucional voltada à repressão de práticas anticompetitivas por parte do órgão regulador evidencia a limitação de sua competência nesse domínio, reforçando a importância da atuação autônoma e técnica do CADE.

H) Eficiência Econômica da Competência do CADE: Do ponto de vista econômico e institucional, não há qualquer ganho de eficiência ao se concentrar a competência concorrencial no BACEN. O CADE, por sua vez, detém experiência consolidada, expertise técnica e instrumental analítico apropriado à avaliação de estruturas de mercado e comportamento anticompetitivo. Essa especialização permite uma atuação mais eficaz na repressão ao abuso de poder econômico e no controle de atos de concentração, inclusive no setor financeiro.

3.4.3. Solução institucional: Acordo de Cooperação Técnica e entendimento atual

Como foi visto anteriormente em notas de rodapé, o conflito entre o CADE e o Banco Central do Brasil teve origem em 2000, quando o Banco Bradesco adquiriu o controle acionário do Banco de Crédito Nacional (BCN). A operação foi submetida apenas à apreciação do Banco Central, o que motivou questionamento por parte do CADE. Apesar de concluir que a aquisição não gerou efeitos anticoncorrenciais imediatos no mercado analisado – relativo a uma joint venture –, o CADE entendeu que a operação poderia impactar outros mercados relevantes, o que exigiria a submissão da operação também aos

órgãos de defesa da concorrência. Diante disso, aplicou ao Bradesco multa no valor de R\$ 127.692,00 por intempestividade na notificação.

Em resposta à sanção, Bradesco bem como o Bacen impetraram mandado de segurança, obtendo decisão favorável do STJ em 2010. Por maioria, a Primeira Seção entendeu que, com base no princípio da especialidade e no parecer da AGU, a competência para analisar operações bancárias concentracionistas seria do BACEN (Conjur, 2010)⁸³.

Contudo, quanto à competência exclusiva ou compartilhada para tais análises, o julgamento resultou em empate. O CADE interpôs recurso extraordinário, cujo seguimento foi negado por ausência de repercussão constitucional. Acerca do silêncio eloquente acerca do conflito de competência antes as autarquias, bem ponderou o professor e advogado, Tercio Sampaio Ferraz Junior (Op.Cit):

“Apesar da importância de uma decisão do STJ, o conflito positivo de competências, dadas as diversas questões envolvidas, não totalmente abrangidas no caso, é fundamental que o Estado venha a definir de forma vinculante a todos, por meio de norma legal, a relação entre os dois órgãos (Cade e Banco Central) no procedimento de instrução e julgamento de atos de concentração no setor bancário.”

Paralelamente, BACEN e CADE avançaram na cooperação institucional e, em 2018, firmaram memorando de entendimentos que visa harmonizar critérios e procedimentos técnicos, possibilitando atuação conjunta na análise de fusões e aquisições no Sistema Financeiro Nacional.

O Memorando de Entendimentos⁸⁴ estabeleceu a cooperação entre o Banco Central e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica para analisar

83 CONSULTOR JURÍDICO. Banco Central é quem decide sobre fusão ou aquisição de instituições financeiras. **Consultor Jurídico**, São Paulo, 30 ago. 2010. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2010-ago-30/banco-central-decide-fusao-aquisicao-instituicoes-financeiras/>. Acesso em: 15 abr. 2025.

84 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Memorando de entendimentos entre o Banco Central do Brasil e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Brasília: BCB, 28 fev. 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Organizacao/memorando_ade_bc_28022018.pdf. Acesso em: 15 abr. 2025.

atos de concentração no mercado financeiro e infrações à ordem econômica envolvendo instituições supervisionadas pelo BACEN. Visando é garantir a segurança jurídica, eficiência, e concorrência nos mercados regulados, e em especial findar o a celeuma que já se arrastava a mais de duas décadas

As partes acordaram que os pleitos sobre atos de concentração devem ser submetidos tanto à autoridade antitruste quanto ao Banco Central do Brasil, conforme um ato normativo conjunto. A aprovação de tais atos depende da autorização de ambas as autarquias, em conformidade com as legislações pertinentes. Além disso, o BACEN poderá aprovar unilateralmente atos que envolvam riscos à solidez do Sistema Financeiro Nacional, e, nesse caso, notificará o CADE, que utilizará os fundamentos da decisão do Banco Central do Brasil para aprovar a operação sem restrições.

Ambas as autarquias se comprometem a estabelecer mecanismos de cooperação técnica, trocar informações e elaborar normas de interesse comum. A comunicação entre as partes deve ser contínua, visando a análise de infrações concorrenciais e a preservação de condições de mercado favoráveis à concorrência. As partes também buscam estreitar a colaboração por meio de atividades como treinamentos e seminários.

Por fim, há o compromisso de revisar regulamentações e trabalhar em conjunto para a aprovação de um projeto de lei complementar relacionado ao Memorando.

Esse alinhamento institucional reflete uma maturidade regulatória que privilegia a racionalização do controle dos atos de concentração, sobretudo em um setor sensível como o bancário. A articulação entre o controle prudencial exercido pelo BACEN e a competência repressiva do CADE em matéria concorrenciais permite respostas mais adequadas às operações de fusão e aquisição com impacto econômico relevante.

Não se trata, portanto, de sobreposição de competências, mas sim de complementaridade funcional. O Banco Central, ao preservar a solidez do Sistema Financeiro Nacional, atua na proteção de valores macroeconômicos. O

CADE, por sua vez, assegura que tais operações não comprometam a livre concorrência, impedindo práticas que possam restringir o dinamismo e a inovação no setor.

A clareza trazida pelo memorando é particularmente relevante frente ao aumento expressivo de aquisições envolvendo fintechs e startups, cuja análise requer não apenas rigor técnico, mas também sensibilidade à inovação. Nesse sentido, a atuação conjunta das autarquias amplia a legitimidade e a efetividade do processo decisório.

Portanto, a construção de um modelo de regulação compartilhada, com fundamentos legais e operacionais sólidos, é um passo relevante para o fortalecimento do ambiente regulatório e para a proteção simultânea dos valores concorrenciais e da estabilidade financeira, assegurando previsibilidade e segurança jurídica às operações estratégicas no sistema bancário.

Logo, essa abordagem dialógica e colaborativa entre Bacen e o CADE reforça os princípios da governança regulatória, da segurança jurídica e da proteção à livre concorrência, sendo essencial para o bom funcionamento de um setor estratégico como o financeiro.

4. O PAPEL DAS FINTECHS NA TRANSFORMAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO

4.1. Origens e evolução das fintechs

A chegada crescente das fintechs⁸⁵ no cenário econômico global representa uma das mais significativas manifestações da transformação digital

85 “Especialmente a partir da segunda década do Século XXI, inúmeros novos agentes econômicos passaram a oferecer, exclusivamente pela internet, diversos serviços até então intermediados apenas por Instituições Financeiras, na forma como aqui já definidas. Tornou-se comum, para identificá-los, o termo fintech, que remete, em essência, à ideia de prestação de serviços relacionados ao mercado financeiro e de crédito, ao público em geral, exclusivamente pela internet, e sem que o prestador seja uma Instituição Financeira. Atualmente, estes novos agentes econômicos têm forte atuação ao longo de toda a cadeia de fornecimento e obtenção de crédito, bem como em operações envolvendo a transferência de recursos financeiros e realização de pagamentos dos mais diferentes tipos” (Pimenta, Eduardo Goulart. *Direito do mercado financeiro e de crédito* [recurso eletrônico]. 3. ed. atual. e ampl. até 06 fev. 2024. Belo Horizonte: Expert Editora Digital, 2023. p. 163. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2024/03/Direito-do-Mercado-Financeiro-e-de-Credito-2024.pdf>. Acesso em: 21 maio 2025.)

no setor financeiro. Embora o termo *fintech* (uma junção de *financeira* e *technology*) tenha ganhado ampla popularidade apenas nas últimas duas décadas, suas raízes remontam a processos de inovação tecnológica que vêm sendo implementados desde o final do século XX (Silva, Garcia Junior Araújo, 2022). A consolidação das fintechs como protagonistas do sistema financeiro é resultado de múltiplos fatores históricos, tecnológicos, econômicos e regulatórios, que convergiram para a criação de um novo ecossistema financeiro descentralizado, digital e orientado à experiência do usuário (Diniz, 2020).

Historicamente, as primeiras experiências de integração entre finanças e tecnologia podem ser observadas a partir da informatização dos bancos na década de 1960, com a adoção de mainframes e sistemas eletrônicos de compensação bancária. Nos anos 1980, a introdução dos caixas eletrônicos (ATMs), seguida pela popularização dos cartões magnéticos e da automação bancária, consolidou o uso da tecnologia como ferramenta de eficiência operacional (Santos, 2022). A internet, por sua vez, inaugurou uma nova etapa dessa integração. O surgimento do internet banking nos anos 1990 e o mobile banking nos anos 2000 transformaram profundamente a relação entre instituições financeiras e seus clientes. Segundo Pinto (2018, p.11):

“Atualmente, seguindo a linha de evolução tecnológica encontram-se os bancos digitais (suas plataformas são totalmente online) que atingem principalmente o público jovem, prometem facilidade, menos burocracia, otimização e tarifas reduzidas. Exemplos são Next (banco digital do Bradesco), Inter, Neon e Original.”

Como indica Akkizidis e Stagras (2016) Entretanto, é após a crise financeira global de 2008 que o cenário se torna fértil para o nascimento e crescimento das fintechs enquanto novos atores do mercado. O colapso de instituições tradicionais gerou uma crise de confiança e evidenciou falhas estruturais no sistema bancário, abrindo espaço para startups que se propunham a entregar soluções financeiras mais simples, acessíveis e transparentes. Aliado a isso, o avanço tecnológico acelerado – sobretudo na

área de smartphones, big data, inteligência artificial e computação em nuvem – reduziu custos de entrada no setor e permitiu a criação de modelos de negócios escaláveis.

Segundo Pinto (2018) a PayPal, fundada em 1998 nos EUA, é considerada uma das primeiras Fintechs do mundo, uma empresa de compras e pagamentos online sem intermédio de bancos.

Figura 1 - Mapa das Fintechs no Brasil 2019.

Produtos	Principais Fintechs
Cartão de crédito	Nubank, Banco Inter e Digo
Investimentos	XP Investimentos, Easynvest e Banco Inter
Conta corrente – Pessoa física	Nubank, Banco Inter e Banco Original
Previdência Privada	XP Investimentos, Banco Inter e Órama
Banco de pessoa jurídica – Pequenas empresas	Banco Inter, Neon Pejota e Original
Empréstimos e financiamentos	Banco Inter, Banco Original e Geru
Seguros de automóveis	Youse*
Seguro residencial	Smartia e Youse*
Seguro de vida	Youse*, XP Investimentos e BTG Pactual Digital

Fonte: RIBEIRO, Alexandre Ogêda. A regulação econômica como instrumento de desenvolvimento: uma abordagem a partir da atuação das agências reguladoras. 2022. Tese (Doutorado em Direito Econômico) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

Em comento ao quadro supramencionado, Alexandre Agêda ressalta que (2022):

“Dentre esses "outros" segmentos apresentados no último campo do quadro acima, é possível classificar as fintechs de cartão de crédito, que são muito conhecidas no universo de startups do setor financeiro. Elas nasceram para atender a uma demanda muito popular no Brasil e tiveram uma boa aceitação, expandindo as operações e transformando-se em bancos digitais ou empresas de meios de pagamentos.”

Acerca das referidas fintechs, asseveram Julia e Anderson (2019, pp. 37-38):

“As fintechs de cartões de crédito têm forçado os grandes bancos a diminuir ou extinguir taxas que já não fazem mais sentido. [...] Como os bancos são muito grandes, a mudança esta começando por nichos. Se você olhar para os usuários de cartões de crédito *millennials* (também conhecidos como geração Y, nascidos de 1980 a 1995), em São Paulo, o Nubank é relevante, mas a fintech ainda é pequena dentro do universo de todos os usuários de cartões de crédito no Brasil.

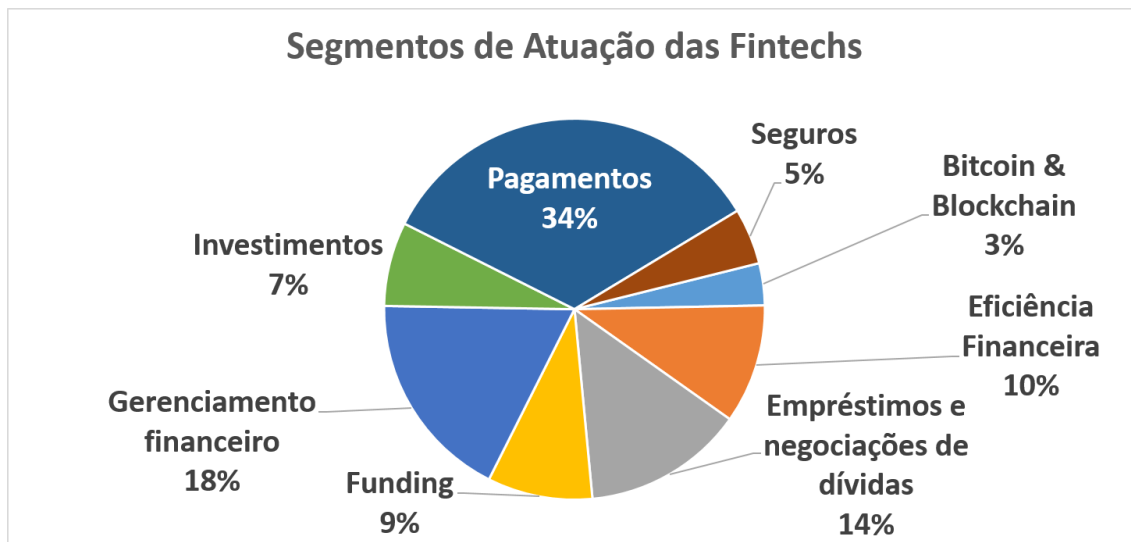
(...)

O sucesso das fintechs como Nubank fez com que os bancos se movimentassem. O Itaú criou, em 2017, o cartão de crédito digital Credicard Zero, que não cobra anuidade e dá descontos em compras feitas em marcas parceiras. O Banco do Brasil e o Bradesco também apostaram em um cartão de crédito digital sem anuidade, o Digio, lançado em 2016. O Bradesco atacou com o Next, em 2017. Já o Santander tem o cartão Free, que isenta a anuidade do cliente que gastar mais de R\$ 100,00 (cem reais) por mês.”

As fintechs passaram, então, a operar nos mais diversos segmentos financeiros: pagamentos digitais, crédito direto, câmbio, seguros, investimentos, gestão de finanças pessoais e empresariais, entre outros.

O segmento de gerenciamento financeiro é o segundo maior entre as fintechs brasileiras, com 18%, seguido dos segmentos de empréstimos e negociação de dívidas (14%). O segmento menos expressivo no Brasil, por enquanto, é o de Bitcoin e Blockchain, com 3% das empresas. Apesar dessa tímida presença, é justamente nas empresas de Blockchain que se esperam os maiores impactos no futuro dos bancos e até mesmo em outras frentes e negócios, como, por exemplo, os serviços cartoriais⁸⁶ (Lopes, 2016).

86 Lopes, Brenner. ECONOMIA DE SERVIÇOS. *Tag: fintechs*. Economia de Serviços. Disponível em: <https://economiadeservicos.com/tag/fintechs/>. Acesso em: 16 abr. 2025.

Figura 2 – segmentos das fintechs.

Fonte: Nous SenseMaking

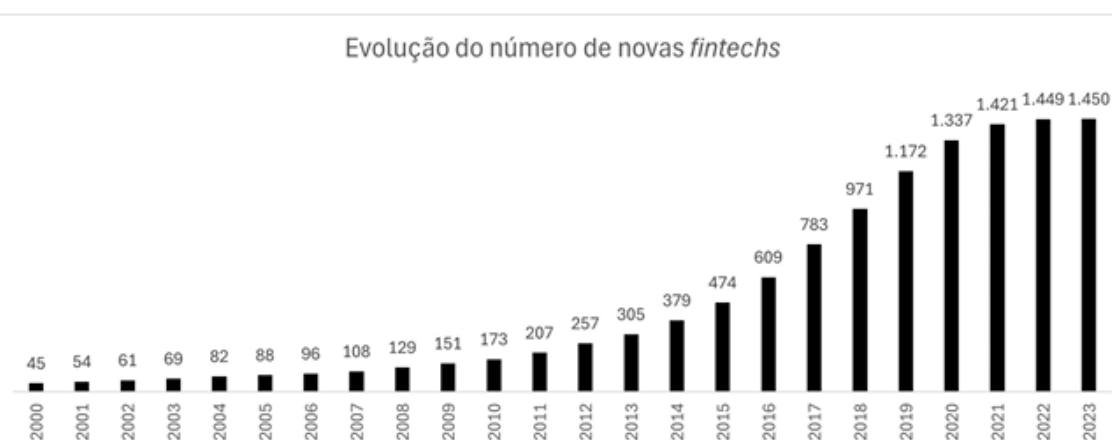
As fintechs oferecem serviços financeiros sem a necessidade de uma infraestrutura bancária tradicional, utilizando plataformas digitais como meio exclusivo de relacionamento com o usuário (Sandrini, 2015). Esse modelo, centrado na tecnologia e na experiência do consumidor, redefine a arquitetura dos serviços financeiros, privilegiando agilidade, simplicidade e personalização.

No cenário global, o crescimento das fintechs tem sido impulsionado pela transformação digital, que facilita o acesso a serviços financeiros inovadores e disruptivos. A ascensão dessas empresas reflete não apenas a busca por alternativas mais eficientes e acessíveis ao sistema bancário tradicional, mas também o aumento da confiança dos consumidores em plataformas digitais. A pandemia acelerou essa tendência, ao forçar a digitalização de vários setores e intensificar a demanda por soluções financeiras ágeis (Silva, Junior, Araújo, 2022). Com a adoção de novas tecnologias, como *blockchain* e inteligência artificial, as fintechs estão

reformulando modelos de negócios, tornando os serviços financeiros mais inclusivos e competitivos, além de ampliar o alcance das soluções bancárias para mercados antes negligenciados.

No Brasil não foi diferente, a evolução das fintechs acompanha, com especificidades próprias, esse movimento global. A crescente inclusão digital da população, aliada ao alto índice de bancarização e à concentração do sistema bancário⁸⁷, impulsionou a demanda por soluções financeiras alternativas.

Figura 3 – Número de Fintechs- Brasil



Fonte: Distrito, 2023.

Em resposta, o Banco Central do Brasil adotou uma postura institucional aberta à inovação, promovendo um ambiente regulatório propício à atuação das fintechs.

Um dos marcos legais mais relevantes para a institucionalização das fintechs no país foi a edição da Resolução nº 4.656 de 2018, que regulamentou a constituição e o funcionamento de duas modalidades específicas: as Sociedades de Crédito Direto (SCDs) e as Sociedades de Empréstimo entre

⁸⁷ “Não obstante, o Relatório de Economia Bancária 2022, elaborado pelo Banco Central, indica que o mercado brasileiro de crédito permanece concentrado. Na modalidade de crédito para pessoas físicas, os cinco maiores bancos (Caixa, BB, Bradesco, Itaú e Santander) concentraram quase 66,9% de participação de mercado no segmento de operações de crédito (incluindo instituições bancárias e não-bancárias), em 2022, com ligeira redução de concentração nos últimos três anos (67,9% em 2021, 68,5% em 2020 e 69,8% em 2019) (BCB, 2022a, p. 216)” (Ueda, Marcos Filipe Sussumu. Desafios regulatórios no setor financeiro: uma análise das transformações promovidas por fintechs no mercado de meios de pagamento no Brasil. Revista de Defesa da Concorrência, Brasília, v. 11, n. 2, p. 143-171, 2023.).

Pessoas (SEPs). Essas figuras jurídicas viabilizam, por exemplo, o crédito entre pessoas físicas e jurídicas mediado por plataformas digitais, sem intermediação bancária.

Outro passo importante -e já abordado no capítulo anterior- foi a criação do *sandbox* regulatório por meio da Resolução Conjunta nº 1 de 2020, em conjunto com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e a Previc. O *sandbox* permite que empresas testem produtos e serviços inovadores em um ambiente controlado, com monitoramento direto do regulador, promovendo um equilíbrio entre estímulo à inovação e mitigação de riscos.

Mais recentemente, o lançamento do open *finance* no Brasil, coordenado pelo Banco Central, representa uma nova etapa evolutiva das fintechs. Esse modelo pressupõe a portabilidade e o compartilhamento de dados financeiros dos usuários entre diferentes instituições autorizadas, mediante consentimento expresso, permitindo a personalização de produtos e a ampliação do acesso ao crédito e a serviços financeiros. A Resolução Conjunta nº 1 de 2020⁸⁸ e a Instrução Normativa BANCO CENTRAL nº 103 de 2021⁸⁹ regulamentam a governança e a arquitetura desse ecossistema.

Além dos avanços regulatórios, é indeclinável destacar o papel das fintechs na promoção da inclusão financeira. Ao operarem com baixos custos fixos e modelos centrados em tecnologia, essas empresas conseguem atender segmentos historicamente excluídos do sistema bancário tradicional, como trabalhadores informais, microempreendedores e populações em regiões periféricas. Nesse sentido assevera Sergio Gusmão Suchodolski, no “Cadernos temáticos: Fintechs e desenvolvimento: impactos no mercado financeiro”, da ABDE (Associação Brasileira de Desenvolvimento) (2020, p. 6):

88 Dispõe sobre a implementação do Open Finance (Banco Central, 2020).

89 Divulga procedimentos, documentos, prazos e informações necessárias à instrução de pedidos de autorização relacionados ao funcionamento das instituições de pagamento e à prestação de serviços de pagamento por parte de outras instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e a forma e os termos a serem observados na elaboração do plano de cessação de atividades relativas a serviços de pagamento prestados por instituições de pagamento (Banco Central, 2021).

“Iniciativas como essa, que trazem informação, modelos e parâmetros de atuação, ampliam as possibilidades de interlocução das empresas e dos meios pelos quais podem interagir com o Sistema Nacional de Fomento, que tem o desafio de se colocar nas agendas globais de sustentabilidade para o financiamento de uma nova economia. O Brasil e o mundo passam por importantes processos de mudanças. Por isso, precisamos atuar no presente e nos preparar para o futuro com inteligência, competência e ousadia.”

Nos termos do Relatório da Cidadania Financeira, o mencionado fenômeno da inclusão financeira ocorre quando (Banco Central, 2019, p. 50):

"Todos os adultos têm acesso efetivo aos seguintes serviços financeiros providos por instituições formais: crédito, poupança (entendida em termos amplos, incluindo contas transacionais), pagamentos, seguros, previdência e investimentos."

A inclusão financeira ocupa papel de destaque entre os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) estabelecidos pela ONU em 2015, sendo expressamente mencionada em pelo menos seis deles, e de maneira indireta em outros dois. No ODS 1, que trata da Erradicação da pobreza, a meta 1.4 estabelece o compromisso de garantir que todos, especialmente os mais pobres e vulneráveis, tenham acesso aos recursos econômicos e aos serviços financeiros, incluindo microfinanças. No ODS 2, voltado para Fome zero e agricultura sustentável, a meta 2.3 prevê o aumento da renda dos pequenos produtores, inclusive por meio do acesso seguro a serviços financeiros.

A inclusão financeira também se manifesta no ODS 5, sobre Igualdade de gênero, ao incentivar o empoderamento de mulheres e meninas, inclusive através da autonomia econômica proporcionada pelo acesso ao sistema financeiro. No ODS 8, que trata do Trabalho decente e crescimento econômico, a meta 8.3 destaca a importância dos serviços financeiros no fomento ao desenvolvimento econômico, e a meta 8.10 propõe o fortalecimento das instituições financeiras, visando à ampliação do acesso bancário. Já o ODS 9, relativo à Indústria, inovação e infraestrutura, contempla na meta 9.3 a

ampliação do acesso ao crédito e demais serviços financeiros para pequenas indústrias e empresas. Por fim, o ODS 10, que trata da Redução das desigualdades, promove a inclusão econômica, política e social de todos, sendo a inclusão financeira um instrumento essencial para alcançar essa meta.

Além desses, há menções indiretas ao tema. O ODS 3, que trata da Saúde e bem-estar, envolve a inclusão financeira ao considerar que o acesso a seguros de saúde e produtos financeiros voltados a despesas médicas melhora a capacidade da população em lidar com emergências e cuidar de sua saúde. Já o ODS 16, sobre Paz, justiça e instituições eficazes, reforça na meta 16.6 a importância do desenvolvimento de instituições responsáveis e transparentes — objetivo diretamente alinhado aos esforços do Banco Central do Brasil em regulamentar e promover a confiança no sistema financeiro. Quando a população reconhece um sistema regulatório sólido e seguro, tende a se inserir e permanecer no sistema financeiro formal, fortalecendo a inclusão.

Figura 4—Objetivos de Desenvolvimento Sustentável



Fonte: Compilação Objetivos de Desenvolvimento Sustentável ONU.

Dada menção -ainda que indireta- nos objetivos de desenvolvimento sustentável da ONU, e perceptível que a inclusão financeira desempenha papel principal na promoção do desenvolvimento sustentável e da equidade social, especialmente diante dos desafios globais contemporâneos. O acesso a

produtos e serviços financeiros básicos não apenas fortalece a autonomia econômica dos indivíduos, mas também amplia suas oportunidades de participação ativa na economia e de enfrentamento a crises. Nesse sentido, como destaca o CGAP (*Consultative Group to Assist the Poorest*), organização vinculada ao Banco Mundial, em artigo publicado intitulado como “*The Future of Financial Inclusion*”:

“Diante de um contexto global tão desafiador, a inclusão financeira é uma base essencial para construir um mundo mais inclusivo, resiliente e verde. Sem acesso a financiamentos, os indivíduos muitas vezes não podem poupar com segurança para investir na educação de seus filhos ou em outras estratégias de melhoria de vida; micro e pequenos empresários lutam para investir em seus negócios para fazê-los crescer e aumentar a renda de suas famílias; jovens desempregados lutam para construir futuros como empreendedores autônomos; e as mulheres não podem exercer plena autonomia e tomada de decisão. Sem acesso a financiamentos, as famílias de baixa renda e as micro e pequenas empresas (MPEs) lutam para construir reservas financeiras ou comprar proteção contra os choques que podem enfrentar ao longo de suas vidas. E, sem acesso a financiamento, eles geralmente não podem participar de uma transição verde, adaptar-se às mudanças climáticas de forma autônoma ou aproveitar as tecnologias verdes.”

Do ponto de vista institucional, a evolução das fintechs impõe ao Estado desafios regulatórios contínuos. É necessário que o arcabouço normativo acompanhe a velocidade da inovação, assegurando a estabilidade do sistema financeiro, a proteção do consumidor, a segurança da informação e a prevenção a ilícitos financeiros.

Em suma, as fintechs são fruto de uma evolução histórica marcada por rupturas tecnológicas, mudanças culturais e reformas regulatórias. Sua trajetória revela não apenas uma nova maneira de prestar serviços financeiros, mas também um novo paradigma de relacionamento entre agentes econômicos, usuários e instituições estatais. A consolidação dessas empresas

como atores relevantes do Sistema Financeiro Nacional dependerá, cada vez mais, da capacidade do ordenamento jurídico de moldar respostas eficientes, transparentes e inclusivas aos desafios trazidos pela inovação tecnológica.

4.2. Inovações tecnológicas no âmbito das fintechs

O impacto das fintechs na estrutura dos mercados financeiros contemporâneos é profundo e multifacetado, com ênfase na inovação tecnológica como força propulsora dessa transformação. O modelo de negócios dessas empresas não apenas desafia as práticas tradicionais do setor financeiro, mas também impõe novas formas de concepção de produtos, regulamentação e interações entre os agentes econômicos. A proposta disruptiva das fintechs reside na integração entre a tecnologia e a provisão de serviços financeiros, que transcende a simples digitalização de processos bancários existentes e abrange uma reconfiguração das próprias lógicas de mercado.

Uma das inovações mais significativas impulsionadas pelas fintechs refere-se à adoção de novas tecnologias, como **blockchain**, **inteligência artificial** (IA) e **big data**, para redefinir a dinâmica das transações financeiras.

Segundo Wallace Fabricio (2020), o surgimento da tecnologia blockchain está inserido em um cenário de ampla conectividade digital, marcado por um elevado número de usuários da internet e de dispositivos móveis, o que favorece seu potencial de expansão, especialmente em países como o Brasil, onde o acesso à tecnologia, embora desigual, supera até mesmo indicadores básicos de infraestrutura, como o saneamento básico.

O blockchain é uma forma organizada, descentralizada e transparente de registrar transações. Chishti e Barberis (2017, p.228) definem o blockchain como “um livro-razão público e inquebrável, que serve como um registro das transações que foram trazidas primeiro por bitcoin”. Nesse sentido assevera Mcmillan (2018, p. 149):

“Como funciona essa tecnologia? Em vez de as transações serem registradas de forma centralizada por instituições individuais, uma lista de transações públicas e anônimas, a

blockchain é conduzida e verificada de modo descentralizado por todos os participantes. Caso a nova tecnologia cumpra o que promete, empresas e autoridades não dependeriam mais de intermediários financeiros, que disponibilizam seus registros para liquidação de pagamentos. Os parceiros de transação poderiam confiar que a transação será publicada na blockchain de forma irrevogável e que seu direito aos ativos intercambiados será e permanecerá exclusivo.”

Bignardi e Piacente, descrevem como esta tecnologia pode eliminar as dúvidas quanto à segurança nas transações (2018, p. 571):

“[...] a informação é armazenada em diversos computadores na rede, escolhidos aleatoriamente. Desta maneira as atualizações de dados são efetuadas de maneira incremental na cadeia, sem alterar o que já foi armazenado. A simples tentativa de alteração de determinado dado pré-depositado, o que representaria uma tentativa de fraude financeira, é imediatamente rejeitada, ignorada, visto que as informações não batem com que armazenadas em outros computadores. Assim, o processo de violação de dados é praticamente impossível.”

Acerca da natureza jurídica da blockchain, ressalta Mougayar em sua obra (2017, p. 5):

“A blockchain é parte banco de dados, parte plataforma de desenvolvimento, parte viabilizador de rede, então, conseqüentemente, precisamos de muitas instâncias e variações dela. Como uma camada acima da internet, as blockchains podem ter muitas formas de implementação. Eles podem ser vistos como camadas de confiança, um mediador de troca, uma conexão segura, um conjunto de capacidades descentralizadas e muito mais.”

Por meio da utilização da criptografia, a tecnologia blockchain tem sido apresentada como uma solução operacional central para enfrentar desafios relacionados à privacidade na internet, segurança e inclusão financeira. Essa inovação permite a realização de transações diretas entre indivíduos, viabilizando serviços bancários descentralizados e “ponto a ponto”, com maior eficiência e segurança (Shmidt; Sander, 2017). Fundamentado em uma rede confiável e sustentada pelo consenso distribuído entre múltiplos participantes, o *blockchain* elimina a necessidade de uma estrutura financeira centralizada, ao

mesmo tempo em que reduz os custos operacionais decorrentes da intermediação tradicional (Congnizant, 2016). Assim, embora o *blockchain* possua um potencial evidentemente disruptivo e possa, no futuro, servir como base para novos modelos operacionais no sistema financeiro tradicional, observa-se, em um primeiro momento, que seu impacto mais imediato reside na elevação da eficiência dos processos existentes, principalmente ao eliminar intermediários e os encargos administrativos relacionados à manutenção e ao controle de registros e transações (Carson et al., 2018).

A inteligência artificial (IA) tem se consolidado como uma das tecnologias mais transformadoras da atualidade, com aplicações que ultrapassam fronteiras setoriais e impactam desde processos industriais até os serviços mais cotidianos. Fundamentada na capacidade de sistemas computacionais simularem habilidades cognitivas humanas, como raciocínio, aprendizado, percepção e tomada de decisões, a IA representa uma evolução significativa da automação tradicional.

De acordo com Jaime Simão Sichman (2021), a IA tem sua origem intimamente ligada ao surgimento do próprio computador, remontando à década de 1950. O marco inaugural da área é identificado na conferência realizada no Dartmouth College, em 1956, que contou com a participação de pesquisadores renomados como John McCarthy, Marvin Minsky, Alan Newell e Herbert Simon, considerados os pioneiros da IA. Conforme ressalta o autor, desde seu início, a área foi envolta por grandes expectativas, nem sempre plenamente alcançadas, o que gerou ciclos alternados de entusiasmo e frustração. Esse padrão cíclico é comparado a uma curva senoidal, com períodos de avanços e forte financiamento, como o atual, intercalados por fases de desilusão e escassez de recursos, conhecidas como "invernos da IA", como os ocorridos entre 1975 e 1980 e entre 1987 e 1993.

Quanto ao seu conceito, existe dissenso entre os autores de bibliografia específica, segue abaixo gráfico com as diferentes definições:

Figura 5 – Definições de Inteligência Artificial a partir de vários pontos de vista.

Sistemas que pensam como humanos	Sistemas que pensam racionalmente
<p>"O novo e excitante esforço para fazer computadores pensarem... <i>máquinas com mentes</i>, no sentido literal e completo" (Haugeland, 1985).</p> <p>"A automação de atividades que nós associamos com o pensamento humano, atividades como tomada de decisões, solução de problemas, aprendizado..." (Bellman, 1978).</p>	<p>"O estudo de faculdades mentais através do uso de modelos computacionais" (Charniak e McDermott, 1985)</p> <p>"O estudo de computações que tornem possível perceber, raciocinar e agir" (Winston, 1992).</p>
Sistemas que agem como humanos	Sistemas que agem racionalmente
<p>"A arte de criar máquinas que realizam funções que requerem inteligência quando realizadas por pessoas" (Kurzweil, 1990).</p> <p>"O estudo de como fazer os computadores realizarem tarefas as quais, até o momento, as pessoas fazem melhor" (Rich e Knight, 1994).</p>	<p>"Um campo de estudo que busca explicar e emular comportamento inteligente em termos de processos computacionais" (Schalkoff, 1990).</p> <p>"O ramo da ciência da computação que se preocupa com a automação do comportamento inteligente" (Luger e Stubblefield, 1993).</p>

Fonte: (Russel, Norvig, 1995).

Ao utilizar algoritmos de aprendizado de máquina (*machine learning*), redes neurais e técnicas de processamento de linguagem natural, a Inteligência Artificial é capaz de analisar grandes volumes de dados, identificar padrões e fornecer respostas adaptativas a contextos dinâmicos, com níveis crescentes de precisão e sofisticação.

No setor financeiro, a incorporação da inteligência artificial tem promovido uma verdadeira reconfiguração de práticas e modelos de negócio, especialmente no âmbito das fintechs, que são, por natureza, mais flexíveis e tecnologicamente orientadas do que as instituições tradicionais. A IA tem sido aplicada para automatizar tarefas operacionais, como análise de crédito, detecção de fraudes, verificação de identidade e atendimento ao cliente por meio de *chatbots*, além de permitir a personalização de produtos financeiros com base em comportamentos individuais dos usuários. Tais inovações não apenas otimizam a experiência do consumidor, como também aumentam a eficiência e reduzem os custos das operações, consolidando a competitividade das fintechs em relação ao setor bancário tradicional.

Além disso, a inteligência artificial proporciona um ganho expressivo na capacidade preditiva das fintechs, possibilitando, por exemplo, a análise de risco com base em múltiplas variáveis não tradicionais, muitas vezes ignoradas pelos modelos de crédito convencionais.

De acordo com Wellington José Campos (2022, p. 13):

“Outro ponto importante e sendo um dos principais conceitos ligado à análise preditiva está no chamado aprendizado de máquina, que se identifica pela realização através de computadores que automaticamente desenvolvem conhecimento e habilidades através de dados inseridos neles; apesar de a maioria das pessoas não ter o menor interesse em dados, como apontado por Eric Siegel.”

Ainda acerca da análise preditiva assevera o mesmo autor (op.cit.):

“A análise preditiva é capaz de usar dados, algoritmos e técnicas de *machine learning* na tentativa de prever 8 situações futuras. O objetivo é lançar mão de dados estatísticos e históricos para decidir as melhores ações, que vão garantir o sucesso dos negócios. Estes dados permitem a criação de modelos preditivos, que centram sua análise em torno de 5 variáveis, de acordo com cada negócio, e ajudam a prever necessidades e problemas do mercado, com o intuito de antecipar soluções.”

A análise de crédito nas *fintechs* é significativamente facilitada pelo uso de inteligência artificial (IA), que permite um processamento automatizado, ágil e mais preciso dos dados dos clientes. Combinando IA, *big data* ferramentas estatísticas, essas empresas conseguem coletar e interpretar grandes volumes de informações provenientes de diversas fontes, como redes sociais, bancos de dados de crédito e comportamento do consumidor.

Nos termos de Kowata e Cruz (2017, p. 2):

“Big Data se trata de uma grande e variada quantidade de dados que não cabem em bancos de dados usuais, e não estruturados demais para se adequar a um banco de dados relacional organizado em linhas e colunas.”

O mencionado (utilização de IA cominada com big data) processo reduz a intervenção humana, aumenta a eficiência na tomada de decisões e

possibilita uma avaliação de crédito mais personalizada e rápida, diferentemente dos métodos tradicionais mais burocráticos e lentos.

Figura 6- Quadro comparativo das fases de análise de crédito

Fases	Fintech	Intermediário Financeiro Tradicional
Fase 1 Levantamento de informações e input de dados	Processo 100% automático (cliente insere os dados diretamente no sistema).	Processo manual (analista levanta dados com o cliente e insere no sistema).
Fase 2 Análise e Processamento	Processo automático; Levantamento de dados junto ao cliente, bancos de dados de crédito, bancos de dados de comportamento do cliente nas redes sociais; Processamento das informações utilizando ferramentas estatísticas, big data e inteligência artificial.	Processo automático; Levantamento de dados junto ao cliente, bancos de dados de crédito e ao histórico do cliente na instituição financeira; Processamento utilizando ferramentas estatísticas.
Fase 3 Decisão em primeiro nível	Analista decide se submete ou não a análise para o Comitê de Crédito.	Gerente decide se o crédito será concedido ou não.
Fase 4 Decisão em segundo nível	Comitê de Crédito decide se o crédito será concedido ou não.	Não possui.

Fonte: Emerson, 2018.

Com isso, a IA não apenas representa uma ferramenta de inovação tecnológica, mas também um instrumento com potencial de promover inclusão

e eficiência no mercado financeiro, desde que acompanhada por um arcabouço ético e regulatório capaz de mitigar seus riscos e assegurar a equidade em seu uso.

Além disso, a capacidade de manejar grandes volumes de dados – característica intrínseca à maioria das fintechs – exige uma reflexão crítica sobre os efeitos dessa centralização e processamento de informações no comportamento de mercado. O uso de *big data*, ao oferecer uma leitura mais precisa das necessidades dos consumidores, pode se traduzir em um serviço financeiro mais eficiente, mas também levanta questões jurídicas sobre o armazenamento, a segurança e o uso desses dados. O risco de exploração indevida ou vazamento de informações sensíveis coloca as fintechs na linha de frente da necessidade de práticas rigorosas de governança e compliance. Nesse contexto, a adoção de protocolos de segurança, como a criptografia avançada e a conformidade com legislações como Lei nº 13.709 de 2018, a Lei Geral de Proteção de Dados (LGPD) no Brasil, tornam-se cruciais não apenas para a conformidade legal, mas também para a confiança do consumidor e a sustentabilidade dos modelos de negócios.

Por fim, a sustentabilidade dos modelos de negócios das fintechs depende da constante adaptação às mudanças tecnológicas, sociais e regulatórias. A capacidade de as fintechs inovarem constantemente, sem perder a confiança dos consumidores e sem incorrer em práticas que possam prejudicar a segurança financeira, será determinante para seu sucesso a longo prazo. Em paralelo, as regulamentações precisam evoluir, acompanhando de perto as novas formas de intermediação financeira para garantir que o sistema financeiro permaneça estável, seguro e acessível a todos. As fintechs, ao desafiarem as normas e práticas estabelecidas, acabam por incitar uma reflexão mais ampla sobre os objetivos do sistema financeiro e sobre como a inovação pode, de fato, criar um mercado mais inclusivo, seguro e competitivo, sem, no entanto, negligenciar a regulação necessária para evitar riscos sistêmicos.

4.3. Fintechs e a concorrência no setor financeiro

Como foi dito, inicialmente neste capítulo, a introdução das fintechs no setor financeiro brasileiro representou uma ruptura profunda na estrutura tradicional de mercado, historicamente marcada por alta concentração⁹⁰ e forte presença de poucos bancos⁹¹. Com uma atuação baseada na utilização intensiva de tecnologias da informação e comunicação, as fintechs aumentaram a eficiência dos serviços financeiros⁹², reduziram custos transacionais e expandiram o acesso dos consumidores a produtos financeiros mais ágeis e personalizados.

Esse novo cenário impulsionou uma intensificação da concorrência, enfraquecendo o antigo modelo oligopolista que dominava o sistema bancário nacional. As barreiras tradicionais à entrada de novos players — como elevados custos operacionais e a necessidade de extensa rede física — foram

90 A preocupação importante existente em áreas como o Sistema Financeiro Nacional é a conciliação dos objetivos de manter a concorrência e, ao mesmo tempo, garantir a higidez do sistema. Isso porque a proteção da estabilidade acabaria criando condições propícias à concentração do poder econômico. Dessa forma, seria ilógica a defesa de formações monopolísticas e oligopolísticas do sistema, fundadas na busca da estabilidade, na medida em que isso poderia ser conseguido com normas de organização interna, como capital mínimo e alavancagem, entre outras (Salomão, Calixto, *Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos*. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 59-60).

91 Dados do Banco Central (BC) mostram que, entre 2002 e fevereiro de 2024, foram analisadas 121 operações de fusão ou aquisição no setor bancário — 57 delas apenas nos últimos dez anos, a maioria envolvendo grandes bancos. “O impacto imediato [desse processo] é a concentração de instituições financeiras. Com menos concorrência, os juros seguem elevados e as tarifas bancárias também”, explica Emanuel Pessoa, advogado especialista em direito empresarial. “O fôlego financeiro para aquisição está nas mãos das maiores instituições. Aí o ciclo se alimenta: ao comprarem outras instituições, aumentam a sua capacidade de obter financiamento para comprar outras, agilizando a concentração de mercado”, conclui” (CNN BRASIL. *Concentração bancária encarece vida do brasileiro, dizem especialistas*. São Paulo, 11 abr. 2025. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/concentracao-bancaria-encarece-vida-do-brasileiro-dizem-especialistas/>. Acesso em: 28 abr. 2025).

92 “Ou seja, com custos de transação zero, o valor de produção seria maximizado. A discussão sobre o Teorema de Coase na literatura tem sido muito extensa, e não posso sequer pretender contestar todas as questões levantadas. Algumas das críticas, no entanto, atacam o cerne de meu argumento e vêm sendo feitas de forma tão persistente, muitas vezes por economistas extremamente capazes, que se faz necessário rebatê-las, sobretudo porque, na minha opinião, essas críticas são, em sua maior parte, inválidas, insignificantes, ou irrelevantes. Muitas vezes, mesmo aqueles que simpatizam com meu ponto de vista não compreenderam bem minha argumentação, uma decorrência que atribuo à extraordinária influência da abordagem de Pigou sobre as mentes dos economistas modernos. Só espero que estas minhas observações ajudem a enfraquecer esse poder. Quer eu esteja certo ou não, pelo menos servirão para esclarecer a natureza de minha argumentação (Coase, Ronald H. *A Firma, o Mercado e o Direito - Coleção Paulo Bonavides - 3ª Edição 2022*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. E-book. p.226. ISBN 9786559644964. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559644964/>. Acesso em: 28 abr. 2025).”

progressivamente reduzidas pelas soluções digitais, ampliando a rivalidade entre agentes econômicos e descentralizando o poder no mercado financeiro.

Sob a perspectiva do direito concorrencial, a chegada das fintechs demanda uma análise cuidadosa dos efeitos pró-competitivos e dos riscos inerentes à nova configuração. A inovação tecnológica não apenas redefiniu a prestação de serviços, como também alterou o conceito de mercado relevante, incorporando novos critérios como substituíbilidade de serviços, efeitos de rede e o surgimento de plataformas multifuncionais.

Acerca da substitutividade de bens e serviços prepondera, Gregory Mankiw (2024. P. 69):

“Bens [e serviços] com substitutos próximos tendem a ter demanda mais elástica porque é mais fácil para os consumidores trocá-los por outros. Por exemplo, manteiga e margarina são facilmente substituíveis uma pela outra. Um pequeno aumento no preço da manteiga, supondo que o preço da margarina se mantenha constante, fará que a quantidade vendida de manteiga tenha uma grande diminuição. No entanto, como os ovos não têm substitutos próximos, a demanda por ovos é menos elástica que a demanda por manteiga⁹³.”

Já quando aos efeitos de rede, pode ser entendido como o aumento do valor de um produto ou serviço em razão da entrada de novos usuários, criando uma rede de consumidores que, ao se expandir, eleva tanto a utilidade quanto o valor de mercado da solução oferecida.

93 Como bem adverte o mesmo autor, tais substituições aplicam-se bem aos bens supérfluos, mas não aos necessários: Os bens necessários tendem a ter demanda inelástica, enquanto a demanda por bens de luxo (ou supérfluos) tende a ser elástica. Quando o preço de uma consulta médica aumenta, as pessoas não alteram drasticamente o número de vezes que vão ao médico, embora possam ir com menos frequência. Entretanto, quando o preço dos veleiros aumenta, a quantidade demandada de veleiros cai substancialmente. Isso ocorre porque as pessoas tendem a encarar as consultas médicas como uma necessidade e os veleiros como um luxo. O critério para classificar um bem como necessário ou supérfluo depende não só de suas propriedades intrínsecas, mas também das preferências do comprador. Para um velejador ávido que não esteja muito preocupado com a própria saúde, os veleiros podem ser uma necessidade com demanda inelástica, e as consultas médicas, algo supérfluo com demanda elástica” (MANKIW, N G. Introdução à economia – Tradução da 6ª edição norte-americana. 4. ed. Porto Alegre: +A Educação - Cengage Learning Brasil, 2013, p 140).

Existem, nesse contexto, dois tipos principais de efeito de rede: o direto e o indireto. O primeiro ocorre quando há apenas um grupo de usuários que se beneficia diretamente com a entrada de novos membros nesse mesmo grupo. Já o efeito de rede indireto se caracteriza pelo benefício cruzado entre grupos distintos de usuários. Nas plataformas digitais, especialmente naquelas de múltiplos lados, é o efeito de rede indireto que predomina, uma vez que o ingresso de novos usuários em um grupo aumenta o valor do produto ou serviço para outro grupo de usuários (Lapin, 2021).

Por fim, quanto as plataformas de dois lados -ou múltiplos lados-, são definidas como empresas que oferecem produtos e/ou serviços para dois ou mais grupos distintos de consumidores, de maneira que a demanda de um grupo influencia diretamente a do outro, podendo existir uma relação de dependência mútua.

Essas plataformas absorvem os chamados efeitos indiretos de rede, assumindo os impactos que a interação entre as demandas dos diferentes grupos gera, o que configura externalidades para cada lado envolvido. Em alguns casos, as plataformas podem integrar mais de dois grupos distintos em uma mesma interface, razão pela qual a terminologia "plataformas de múltiplos lados" se mostra mais apropriada do que a de "plataformas de dois lados". Exemplos tradicionais desse modelo incluem jornais (que conectam leitores e anunciantes), supermercados (que ligam produtores e consumidores finais) e bandeiras de cartões de crédito (que envolvem consumidores, comerciantes, bancos emissores e adquirentes). Com a ascensão da economia digital, a complexidade dessas dinâmicas se aprofundou, como evidenciado por plataformas digitais contemporâneas, como iFood e Uber (Lapin, 2021).

Recapitulando, no aspecto comportamental, a pressão competitiva imposta pelas fintechs obrigou instituições financeiras tradicionais a repensarem suas estratégias. Em resposta, há riscos de práticas anticoncorrenciais, como fechamento de mercado, discriminação de acesso a infraestruturas essenciais, preços predatórios ou amarrações. A avaliação dessas condutas deve se pautar nos parâmetros da Lei nº 12.529 de 2011, com foco na proteção da livre iniciativa e da concorrência.

Assim, a atuação dos órgãos de defesa da concorrência, bem como o Banco Central, deve concentrar-se na vigilância rigorosa de práticas excludentes e na análise de concentrações, considerando os efeitos dinâmicos da inovação. A abordagem preferencial deve ser orientada por efeitos econômicos (*effects-based analysis*), evitando tanto a intervenção excessiva, que pode desestimular a inovação, quanto a omissão, que pode permitir o surgimento de novas formas de fechamento de mercado.

Nos subtópicos a seguir, será explorada a dinâmica singular da concorrência entre as instituições bancárias, destacando suas características específicas e o papel central que desempenham no sistema financeiro. Além disso, será analisada a disrupção provocada pelas fintechs, que, ao introduzirem novas tecnologias e modelos de negócio, vêm transformando a estrutura tradicional do mercado bancário e desafiando os limites da regulamentação vigente.

4.3.1 O Papel Único da Concorrência entre Instituições Bancárias

As instituições bancárias possuem um papel único na economia capitalista moderna, atuando simultaneamente como criadores de moeda e intermediários financeiros. Nesse sentido assevera Freitas (1997, p. 67)

"São instituições empresariais submetidas à lógica de valorização do capital e, por consequência, à lógica da concorrência como todos os outros tipos de empresas capitalistas. A subordinação dos bancos à lógica de valorização do capital ou da riqueza significa, de um lado, que essas instituições não respondem passivamente às preferências dos demais agentes e, de outro lado, que estão em concorrência entre elas e com outras instituições financeiras para a obtenção do poder de mercado e de maiores lucros nos diferentes mercados financeiros, seja doméstico, seja internacional."

Diferentemente de outras empresas, sua função está profundamente entrelaçada com a estabilidade do sistema monetário, considerada um "bem

público⁹⁴". Essa centralidade implica a necessidade de forte regulamentação sobre suas atividades.

Ao contrário da visão dos teóricos *mainstream*, que tratam os bancos como agentes passivos, estes são empresas movidas pela lógica da valorização do capital⁹⁵. Buscam ativamente novos clientes, produtos financeiros e oportunidades de lucro, tanto no mercado doméstico quanto no internacional. Essa dinâmica exige dos bancos uma administração ativa de seus ativos e passivos e promove uma constante inovação financeira.

Entretanto, os bancos não são empresas comuns. A ausência de limites físicos na criação de moeda e crédito, aliada à facilidade de inovação financeira sem barreiras como patentes, acentua a instabilidade inerente à atividade bancária. Essa instabilidade se manifesta na vulnerabilidade à falta de liquidez e no risco elevado de insolvência, exacerbados por estruturas financeiras altamente especulativas, como destaca Minsky (1986, p. 249):

“Os bancos são mercadores de dívida, especializados no financiamento de curto prazo das empresas, dos governos e

94 “Em Economia, bens públicos (ou bens públicos puros) são definidos como bens não-rivais e não excludentes. Mas o que significa dizer que um bem é excludente ou rival? Em primeiro lugar, as pessoas podem ser excluídas do uso de determinado bem, ou seja, alguns bens podem ser excluídos do consumo de quem não puder ou não quiser pagar por ele. A exclusão permite que o produtor de determinado bem privado possa ser pago sempre que um consumidor fizer uso dele. Isso é chamado de excludibilidade. Acompanhe o exemplo: o sorvete ilustra o que é bem excludente, pois é possível impedir que uma pessoa o consuma, caso ela não esteja disposta a pagar o seu preço. Diversos bens poderiam ser citados, como as camisas, calças, aparelhos de TV, camas, geladeiras, computadores, etc. Por outro lado, o uso de determinado bem por uma pessoa pode impedir outra pessoa de usá-lo. Trata-se do consumo rival, quando o consumo de um bem por uma pessoa reduz a disponibilidade do mesmo bem para outras pessoas. Para facilitar a compreensão, acompanhe o exemplo. O consumo de sorvete é rival, pois não é possível que duas pessoas tomem a mesma parte do sorvete. Em algumas circunstâncias, duas pessoas poderiam dividir um sorvete, mas, nesses casos, cada uma delas teria apenas a metade do sorvete. Logo, consumo do bem rival por uma pessoa reduz a quantidade disponível para a outra pessoa. Essa é a ideia central do princípio da rivalidade. Outros exemplos seriam roupas, petróleo, alimentos, etc (GADELHA, Sérgio Ricardo de Brito. Módulo 3: Razões da Intervenção do Estado (Governo) na Economia. Brasília: Escola Nacional de Administração Pública (ENAP), 2017. 16 p. Disponível em: <https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/3238/1/M%C3%B3dulo%203%20-%20Raz%C3%B5es%20da%20Interven%C3%A7%C3%A3o%20do%20Estado%20%28Govern%29%20na%20Economia%20%28final%29.pdf>. Acesso em: 1 maio 2025).”

95 Por exemplo, Tobin (1963) considera que os bancos respondem passivamente às preferências e às decisões tomadas pelos outros agentes. Na realidade, entretanto, impulsionados pela lógica de valorização, os bancos procuram, pelos mais diversos meios, agir direta e indiretamente sobre as preferências do público (TOBIN, J. (1963). Commercial banking as creators of money. In: _____. Essays on economics, v.1, n.1, 1982)

das famílias. Para obter e ampliar seus ganhos, fazem o comércio das dívidas, transformando os prazos de vencimento, assumindo riscos e incentivando seus clientes a utilizar os seus serviços.”

Como ressalta Patrícia Olga Camargo (2009) os lucros bancários, diferente dos industriais, derivam em grande parte da intermediação financeira e da especulação. Os bancos possuem a capacidade de influenciar as condições de liquidez da economia e, portanto, a própria taxa de juros, o que lhes confere grande poder, mas também gera uma relação de tensão com a produção industrial, baseada em uma dialética de conflito e interdependência.

A regulação do setor bancário busca equilibrar essa tensão, delimitando o espaço da concorrência para preservar a estabilidade do sistema. Contudo, essa regulação frequentemente enfrenta resistência dos próprios bancos, que tentam escapar das restrições em busca de maior rentabilidade, moldando e sendo moldados pelas transformações do ambiente econômico e institucional. Nesse sentido destaca Cristina Penido de Freitas (1997, pp.55-56):

“Nesse contexto, o principal desafio dos organismos de regulamentação é assegurar que a busca contínua de lucros pelos bancos individuais seja efetuada em condições adequadas, ou seja, sem ameaçar a estabilidade do sistema bancário em seu conjunto, tanto em termo doméstico como internacional. Pela supervisão e fiscalização estrita das normas e de regras continuamente aprimoradas, as autoridades de regulamentação devem procurar prevenir a ocorrência de práticas perigosas de alguns bancos que, impulsionados pela lógica concorrencial, têm a tendência de assumir riscos excessivos.”

O processo de desregulamentação, impulsionado por políticas neoliberais nas décadas de 1970 e 1980, buscou ampliar a concorrência no setor financeiro, inspirando-se na teoria econômica convencional⁹⁶. No entanto,

96 “A desregulamentação do sistema financeiro americano objetivava a ampliação da concorrência entre as Instituições Financeiras Depositárias (IFD), algo que seria alcançado pelo aumento do número de instituições operando no mercado. Com isto, houve um rápido

essa liberalização desconsiderou a instabilidade intrínseca da atividade bancária, resultando em sistemas financeiros mais frágeis e propensos à especulação.

A intensificação da competição, levou os bancos a assumirem riscos cada vez maiores, favorecendo operações especulativas em detrimento das atividades tradicionais de intermediação (Plihon, 1996). O problema de risco moral, agravado pelo suporte dos bancos centrais (sob a lógica do "*too big to fail*⁹⁷), reforçou a prática de assunção excessiva de riscos.

Nesse cenário, a chegada das fintechs acrescenta uma nova camada à dinâmica da concorrência bancária. As mencionadas instituições, com sua abordagem disruptiva e modelos de negócios mais ágeis e tecnológicos, desafiam os bancos tradicionais ao oferecerem serviços financeiros mais acessíveis, rápidos e com custos menores.

Ao mesmo tempo, as fintechs atuam em um ambiente regulatório menos rígido, o que lhes permite maior flexibilidade para inovar e captar clientes, intensificando ainda mais a competição no setor. Assim, a concorrência no setor bancário não apenas reflete a tensão entre os lucros privados e a estabilidade pública, mas também se vê redefinida por novas formas de prestação de serviços financeiros, potencializando tanto os desafios quanto as oportunidades para o sistema financeiro global.

aumento de concessões de cartas-patentes – que valiam tanto para a avaliação de operações de fusão e aquisição entre bancos, quanto para a entrada de bancos estrangeiros no mercado americano – no início da década de 1980” (OMOTO, Katia Harumi; URPIA, Arthur Gualberto Bacelar da Cruz. Desregulamentação financeira e a crise do subprime: uma análise das propostas de estabilidade financeira dos autores do novo consenso. *A Economia em Revista*, v. 25, n. 1, p. 47–62, jun. 2017. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/326282889_Desregulamentacao_Financeira_e_a_Crise_do_Subprime_Uma_Analise_das_Propostas_de_Estabilidade_Financeira_dos_Autores_do_Novo_Consenso. Acesso em: 1 maio 2025.)”

97 “A qualificação de instituições financeiras como *too big to fail* (TBTF), igualmente denominadas, entre outras nomenclaturas, de *too important to fail* ou *too interconnected to fail* (TITF), correspondem basicamente às entidades consideradas tão grandes que eventual falência poderia gerar um risco sistêmico, de modo que devem ser salvas em praticamente qualquer hipótese. (BARBOSA, Allan Fuezi de Moura. O problema das instituições bancárias 'Too Big To Fail' na União Europeia e no Brasil: estudos comparativo e propositivo. *Revista da PGBC*, v. 11, n. 2, p. 128–148, dez. 2017. Disponível em: <https://www.academia.edu/36987312/O_Problema_das_Institui%C3%A7%C3%B5es_Banc%C3%A1rias_Too_Big_To_Fail_na_Uni%C3%A3o_Europeia_e_no_Brasil_estudos_comparativo_e_propositivo_Allan_Fuezi_Barbosa>. Acesso em: 1 maio 2025).”

4.3.2. Disrupção e novos paradigmas no mercado financeiro

A disrupção tecnológica no setor financeiro promoveu a substituição de paradigmas consolidados, alterando não apenas os modelos de negócios, mas também a estrutura e a dinâmica concorrencial do mercado. Como foi dito anteriormente, a emergência de *fintechs* e a digitalização de processos financeiros tradicionais conduziram à fragmentação de mercados historicamente concentrados, à redefinição das relações entre agentes econômicos e à introdução de novas variáveis competitivas, como a gestão de dados, a escalabilidade tecnológica e a eficiência algorítmica.

A disrupção impõe uma releitura dos conceitos clássicos de concentração e poder de mercado. A capacidade de escalar rapidamente uma base de usuários, a utilização de tecnologias de inteligência artificial⁹⁸ para personalização de serviços e a exploração de dados comportamentais como insumo competitivo tornaram-se fatores centrais na obtenção de vantagem econômica. Tais elementos demandam metodologias analíticas que considerem não apenas a participação de mercado tradicional, mas também o controle de ativos intangíveis essenciais, como informações sobre o comportamento do consumidor e infraestruturas digitais.

A inovação financeira, ao romper barreiras de entrada, também cria novos riscos concorrenciais⁹⁹. Modelos de negócios baseados em plataformas

98 “O objetivo é olhar pro uso dessa automação digitalizada dentro das empresas industriais e como isso afeta o processo produtivo e sua visão de negócios. A integração das tecnologias aos processos produtivos viabiliza sistemas de produção inteligentes e descentralizados, alcançando novos patamares de produtividade, flexibilidade e gerenciamento nessas empresas, gerando novos modelos de negócios”, explica gerente de pesquisas temáticas, Flávio José Marques Peixoto” (IBGE. 84,9% das indústrias de médio e grande porte utilizaram tecnologia digital avançada. Agência de Notícias, 28 set. 2023. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/37973-84-9-das-industrias-de-medio-e-grande-porte-utilizaram-tecnologia-digital-avancada>. Acesso em: 2 maio 2025).

99 A entrada das *fintechs* no sistema bancário brasileiro, que está prestes a completar dez anos, atenuou a concentração de mercado em diversos produtos financeiros e tem propiciado uma economia bilionária aos clientes em tarifas (...) Os clientes economizaram R\$ 7,9 bilhões em tarifas bancárias somente no último trimestre de 2022, segundo o estudo recém-concluído, que foi encomendado pela Zetta (associação de empresas de tecnologia que oferecem serviços financeiros digitais). “Os números apresentados no estudo demonstram a importância da abertura do mercado, da eliminação de barreiras à entrada e do incentivo à concorrência. Podemos ver, na prática, como a disputa pela atenção do consumidor influencia o ambiente concorrencial e derruba preços e tarifas”, afirma Rafaela Nogueira, economista-chefe da Zetta (...) “Os dados do estudo da Fipe concretizam uma percepção que está presente no dia a dia

podem gerar efeitos de rede que favorecem a concentração em poucos agentes, mesmo em mercados inicialmente fragmentados. Ademais, a velocidade de expansão e a dependência dos consumidores em relação a determinadas plataformas podem dificultar o surgimento de concorrência efetiva a médio e longo prazo, configurando novos tipos de poder de mercado, que exigem abordagem regulatória e concorrencial diferenciada.

No ambiente financeiro disruptivo, práticas como a autofavorecimento (*self-preferencing*¹⁰⁰) em plataformas de pagamento, a discriminação algorítmica¹⁰¹ e a exclusão de concorrentes por meio de atos de concentração tornam-se estratégias relevantes para análise antitruste – o que será tratado mais adiante.

Ademais, a tradicional avaliação de práticas colusivas e abusivas deve ser complementada por uma atenção específica aos efeitos de fechamento de mercado (*foreclosure*) e ao uso estratégico de dados como barreira à entrada.

da população, em especial de quem optou, ou está pensando em optar, pelos serviços oferecidos pelos bancos digitais e instituições de pagamentos: a concorrência melhorou a oferta dos serviços e fez cair os preços”, avalia Rafaela Nogueira, da Zetta” (RITTNER, Daniel. Em dez anos, fintechs ativam concorrência e derrubam tarifas bancárias, diz estudo. CNN Brasil, 28 ago. 2023. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/em-dez-anos-fintechs-ativam-concorrenca-e-derrubam-tarifas-bancarias-diz-estudo/>. Acesso em: 2 maio 2025).

100 “Em geral, entende-se por *self-preferencing* ou auto-preferência quando uma plataforma verticalmente integrada, aproveitando de sua posição dominante em um mercado upstream e sua capacidade de manipular as condições de um determinado mercado downstream, confere algum tipo de vantagem aos seus produtos oferecidos neste mercado para ampliar sua participação . [3] [1] [2] O tema de auto-preferência ganhou notoriedade na área antitruste principalmente com os debates relacionados aos mercados digitais” (SAITO, Carolina. *Self-preferencing apenas em mercados digitais?*. Grupo Direito e Políticas Públicas da USP, 21 dez. 2022. Disponível em: https://politicaspUBLICAS.direito.usp.br/wp-content/uploads/2022/12/Self-preferencing- apenas-em-mercados-digitais_.pdf. Acesso em: 2 maio 2025.).

101 Nos termos da cartilha sobre inteligência artificial, tecnologia digital e discriminação no trabalho, do MPT: “contaminação do banco de dados de inputs por certos vieses que produzem distorções nos outputs, oferecendo um resultado em desconformidade ou com efeitos negativos que extrapolam o objetivo do programador” (MINISTÉRIO PÚBLICO DO TRABALHO (Brasil). *Inteligência artificial, tecnologia digital e discriminação no trabalho: direitos e conceitos básicos*. Brasília: MPT, 2021. Disponível em: https://mpt.mp.br/pgt/publicacoes/cartilhas/inteligencia-artificial-tecnologia-digital-e-discriminacao-no-trabalho/@@display-file/arquivo_pdf. Acesso em: 2 maio 2025.). Já segundo Laura Schertel Mendes e Marcela Mattiuzzo conceitua a discriminação algorítmica como sendo um termo para “englobar tanto cenários que envolvem afirmações estatisticamente inconsistentes quanto cenários em que as afirmações, embora estatisticamente lógicas, de alguma forma tomam os indivíduos que dela são objeto não de forma individualizada, mas apenas como parte de um grupo” (Mendes, Laura Schertel; Mattiuzzo, Marcela. *Discriminação algorítmica: conceito, fundamento legal e tipologia*. Direito Público. Porto Alegre, v. 16, n. 90, p. 39-64, nov./dez. 2019. Disponível em: <https://bd.tjdft.jus.br/jspui/handle/tjdft/45536>. acesso em 2 maio 2025).

Nesse contexto, instrumentos de regulação concorrencial como o compartilhamento obrigatório de dados (*open banking/open finance*), a interoperabilidade de sistemas e a portabilidade de serviços financeiros surgem como mecanismos indispensáveis para reduzir assimetrias de informação, prevenir a formação de monopólios digitais e preservar a contestabilidade do mercado. A intervenção do Estado deve ser calibrada para proteger o processo competitivo, sem sufocar a inovação, respeitando os princípios da liberdade de comércio¹⁰², liberdade contratual¹⁰³, análise econômica¹⁰⁴, bem como da eficiência¹⁰⁵.

102 João Bosco Leopoldino é quem traz em sua obra, princípios norteadores, a qual vão dar norte a aplicação adequada da lei antitruste, acerca do princípio da liberdade de comércio o autor assevera: “A mudança do suporte ideológico veio dar origem a nova roupagem para este princípio, sob o enfoque de liberdade de iniciativa, centralizado no pressuposto filosófico-ideológico do direito de propriedade individual, em confronto com a titularidade da propriedade nas mãos do Estado. O direito de propriedade individual e sua consequência lógica, o princípio da liberdade de iniciativa são o sustentáculo e a justificativa para a atuação dos integrantes do mercado em regime concorrencial, bem como ainda a fundamentação da legislação antitruste que pretende exatamente resguardar a independência de cada participante. A lei antitruste não pode, por isso, sob qualquer forma, arvorar-se contra o direito de propriedade individual e o princípio da livre iniciativa, sob pena de destruir dois baluartes do funcionamento do mercado. Essa legislação, com base no princípio da liberdade de iniciativa, tem por finalidade garantir a entrada e a permanência no mercado” (Fonseca, João Leopoldino da. Lei de proteção da concorrência: comentários à legislação antitruste. 3ª ed. Revista e atualizada. Rio de Janeiro: editora forense, 2007, p. 68)

103 “O princípio da liberdade contratual, nascido sob o pressuposto ideológico da autonomia da vontade, integrou-se no contexto dos ordenamentos jurídicos vigentes no século XIX, sob inspiração do liberalismo econômico. A aplicação plena desse princípio, consagrador de um individualismo puro, veio desencadear no mercado um desequilíbrio que atingiu principalmente os consumidores e os trabalhadores, bem como as empresas de pequeno porte que não conseguiram assumir proporções que lhes possibilitassem exercer domínio sobre os outros integrantes” (Op. Cit. p.69)

104 “As normas pertinentes à preservação da concorrência no mercado não podem aplicar-se em abstrato. Deve-se sempre proceder a uma análise do caso concreto, seguindo os parâmetros e os métodos da economia. Após dizer que uma tendência universal das leis antitruste é a de no artigo primeiro condenarem as ofensas à concorrência e de no artigo seguinte as salvarem, Farjat lembra exatamente que a lei francesa de 30 de junho de 1945, no artigo 50, as proíbe e, no artigo 51, as justifica. E mostra que um dos critérios justificadores é o progresso econômico” (Op. Cit. p. 74).

105 Cabe ao Estado tutelar o mercado competitivo como um bem jurídico. Contudo, a própria competição, induzindo a primazia pela eficiência, pode gerar uma ou poucas indústrias apenas, capazes de produzir em grande quantidade por custos mais baixos, com melhor tecnologia e consequentemente oferecer um melhor produto comparativamente aos demais do mercado. Ou seja, quem entra no mercado com o intuito de ser o melhor - e qual industrial ou comerciante não o faz - buscará ao máximo o domínio da concorrência. Dessa maneira, é necessária a distinção entre uma posição dominante angariada de forma ilícita – através de contratos restritivos, cartéis, barreiras à entrada de novos competidores, fusões e integrações mediante táticas coercitivas - ou por mérito de eficiência da empresa perante outras concorrentes (Op. Cit. p, 92).

A disrupção tecnológica, ao remodelar o mercado financeiro, não elimina os fundamentos econômicos da defesa da concorrência, mas exige sua atualização metodológica e normativa, de modo a assegurar que os benefícios da inovação sejam efetivamente apropriados pela coletividade e não capturados por novos centros de poder econômico.

4.4. Desafios regulatórios e perspectivas futuras

Ao oferecerem serviços financeiros por meio de plataformas digitais — muitas vezes mais acessíveis, desburocratizados e centrados na experiência do usuário — as fintechs desafiam o modelo bancário tradicional em múltiplas frentes. Desde a concessão de crédito e a oferta de contas digitais até soluções sofisticadas de investimento automatizado (*robo-advisors*¹⁰⁶) e serviços de pagamentos instantâneos, essas empresas têm remodelado a paisagem do sistema financeiro. Essa transformação, no entanto, não ocorre em um vácuo normativo. Ao contrário: ela explicita tensões fundamentais entre, de um lado, os objetivos legítimos de estímulo à inovação e inclusão financeira, e, de outro, os princípios estruturantes do arcabouço regulatório-financeiro, como estabilidade sistêmica, segurança jurídica e concorrência.

106 “Como os robo-advisors geralmente auxiliam indivíduos a investir em diferentes tipos de objetivos, eles podem desenvolver diferentes conjuntos de classes de ativos para contas tributáveis e com imposto diferido.¹⁰⁴ As classes de ativos podem ser escolhidas com base nas funções específicas que se espera que desempenhem em uma carteira.¹⁰⁵ Por exemplo, ações dos EUA podem ser incluídas em uma carteira devido aos seus atributos de crescimento de capital, proteção contra a inflação de longo prazo e eficiência tributária. Títulos protegidos contra a inflação podem ser escolhidos devido aos seus atributos de renda, baixa volatilidade histórica, diversificação e proteção contra a inflação. Títulos municipais podem ser incluídos em uma carteira devido aos seus atributos de renda, baixa volatilidade histórica, diversificação e eficiência tributária.” “Clients of robo-advisors may withdraw assets at any time, limiting robo-advisors’ investable universe to liquid assets. Thus, asset classes such as private equity and private real estate are excluded from consideration from the outset, as funds in such asset classes typically employ lock-ups or other restrictions on redemptions. Robo-advisors’ focus on passive investing also excludes actively managed but liquid strategies such as actively managed domestic or foreign equity mutual funds. Since robo-advisors generally help individuals invest across different goal types, they may develop different sets of asset classes for taxable and tax-deferred accounts.¹⁰⁴ Asset classes may be chosen on the basis of the specific roles they are expected to play in a portfolio.¹⁰⁵ For example, U.S. stocks may be included in a portfolio due to their capital growth, long-run inflation protection, and tax efficiency attributes. Inflation-protected bonds may be chosen due to their income, low historical volatility, diversification, and inflation hedging attributes. Municipal bonds may be included in a portfolio due to their income, low historical volatility, diversification, and tax efficiency attributes” (Lam, Jonathan. *The Impact of Robo-Advisors on the Financial Advisory Industry*. 2023. Monografia (Bacharelado em Economia) – Yale University, New Haven, 2023. Disponível em: https://economics.yale.edu/sites/default/files/2023-01/Jonathan_Lam_Senior%20Essay%20Revised.pdf. Acesso em: 4 maio 2025).

O primeiro grande desafio enfrentado pelos formuladores de política regulatória é a regulação assimétrica. Antes de tudo, é necessário distinguir de assimétrica regulatória de regulação assimétrica, segundo Marques Neto e Zago (2018) aquela refere-se àquelas situações em que o ordenamento jurídico admite a exploração de uma atividade em regimes jurídicos/regulatórios distintos.

Já este, Koop e Lodge (2017) conceituam como sendo a intervenção intencional nas atividades de uma população-alvo, envolvendo o estabelecimento de padrões obrigatórios, monitoramento e sanções exercidos por atores do setor público sobre as atividades econômicas de atores do setor privado. Em assim sendo, a assimetria regulatória ocorre, em geral, quando agentes econômicos que atuam no mesmo setor ou desempenham atividades semelhantes estão submetidos a regimes regulatórios distintos.

Enquanto os bancos tradicionais são submetidos a um extenso conjunto de obrigações legais e regulatórias — que incluem, entre outras, exigências de capital mínimo¹⁰⁷, compliance robusto, auditoria contínua¹⁰⁸, limites prudenciais¹⁰⁹ e requisitos de governança — muitas fintechs operam sob regimes mais flexíveis, por vezes lacunares ou ainda em fase de consolidação¹¹⁰.

107 A resolução Nº 2.607, estabelece limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, altera disposições da Resolução nº 2.212, de 16 de novembro de 1995, e modifica a regulamentação aplicável aos Postos de Atendimento Bancário (PAB) (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 2.607, de 27 de maio de 1999. Estabelece limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 28 maio 1999. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2607_v3_l.pdf. Acesso em: 4 maio 2025).

108 A Resolução CMN nº 4.879 de 23/12/2020 dispõe sobre a atividade de auditoria interna nas instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº 4.879, de 23 de dezembro de 2020. Dispõe sobre a atividade de auditoria interna nas instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 24 dez. 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLUÇÃO%20CMN&numero=4879>. Acesso em: 4 maio 2025).

109 Vide tópico 2.2

110 As fintechs, porém, justificam que, sem certa flexibilidade na regulação, os bancos tradicionais continuariam em um oligopólio⁴. Prova disso é que, em 2017, bancos tradicionais foram demandados perante ao CADE em razão de não permitirem que o cliente inserisse a conta do cartão de uma fintech em débito automático, provocando assim problemas em pagamentos e alegados prejuízos concorrenciais. Além do mais, algumas peculiaridades das novas instituições de pagamento fundamentariam a ausência do tratamento isonômico

Essa assimetria, embora justificável em parte pelo porte reduzido dessas empresas e pelo interesse público em fomentar soluções tecnológicas inovadoras, pode comprometer gravemente a paridade de condições entre os agentes do mercado. A coexistência de normas excessivamente rígidas para incumbentes e mais benevolente para entrantes cria incentivos perversos à arbitragem regulatória, incentivando empresas a adotarem estruturas societárias e operacionais que escapem de regulação mais exigente, mesmo quando prestam serviços com riscos equivalentes ou sistêmicos.

Essa desigualdade normativa se reflete também na forma como o risco é percebido e precificado pelos próprios agentes de mercado. Instituições sob regulação pesada tendem a internalizar custos mais altos de conformidade, o que pode impactar taxas de juros, preços de serviços e capacidade de inovação. Enquanto isso, fintechs menos reguladas operam com maior agilidade e menores custos, ainda que exponham o sistema financeiro a riscos de liquidez, solvência ou segurança da informação que não estão integralmente cobertos pelas estruturas de supervisão existentes.

Outro ponto central é a crescente importância da informação como ativo competitivo. Fintechs têm se destacado por sua capacidade de coletar, analisar e monetizar volumes massivos de dados dos usuários — muitas vezes em tempo real e de forma automatizada (Shaikh, a. a.; Hanafizadeh, p.; Karjaluoto,2017).

Com o uso de algoritmos avançados, *machine learning* e técnicas de *big data*, essas empresas conseguem oferecer produtos hiperpersonalizados, reduzir inadimplência, ampliar o acesso ao crédito e aumentar a fidelização dos clientes. No entanto, essa concentração de dados sensíveis — frequentemente obtidos por meio de plataformas multifuncionais e de forma pouco transparente — levanta preocupações quanto à privacidade, ao controle do usuário sobre

defendido pelos bancos tradicionais (Silva, Thays Bertoncini da. Assimetria x isonomias regulatórias entre bancos e fintechs. Migalhas, São Paulo, 14 mar. 2022. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/361299/assimetria-x-isonomias-regulatorias-entre-bancos-e-fintechs>. Acesso em: 4 maio 2025).

suas informações e, sobretudo, à formação de barreiras informacionais. Nesse sentido, David Mhlanga destaca (2024):

“No entanto, eles também trouxeram à tona algumas das dificuldades e restrições associadas ao uso de *big data* em *fintech*, como a necessidade de habilidades e infraestrutura especializadas, bem como preocupações com a privacidade e segurança dos dados. A capacidade de tomar melhores decisões é uma das principais vantagens que o *big data* oferece às *fintechs*. Estudos mostraram que o *big data* pode ser usado para identificar padrões e tendências em dados financeiros que podem ser usados para tomar melhores decisões, como prever quais clientes têm maior probabilidade de inadimplência ou identificar atividades fraudulentas. Um exemplo disso seria prever quais clientes teriam maior probabilidade de inadimplência nos empréstimos (Agarwal et al., 2020; Zhuo et al., 2020; Awotunde et al., 2021). Embora haja um crescente corpus de pesquisas sobre a função que o *big data* desempenha na *fintech*, ainda existem muitas áreas que requerem investigação adicional. Por exemplo, há necessidade de estudos adicionais sobre os usos práticos de *big data* no setor financeiro, como implantar sistemas de *big data* de forma eficiente em instituições financeiras.”

Empresas que detêm grandes volumes de dados comportamentais, transacionais e contextuais podem manipular ofertas (Rubinatein, 2020), induzir escolhas e excluir rivais com base em práticas que não são facilmente detectáveis pelos instrumentos clássicos do Direito da Concorrência.

A indução algorítmica, a personalização assimétrica e os efeitos de rede — sobretudo quando combinados à verticalização de serviços financeiros dentro de ecossistemas digitais amplos, como os de *big techs* — criam dinâmicas que exigem novas formas de vigilância regulatória (CADE, 2020). Trata-se de um cenário em que o poder de mercado não se mede apenas pela participação em determinado segmento, mas também pela capacidade de controle informacional, interoperabilidade de dados e *lock-in* tecnológico dos usuários.

Nesses termos o Conselho Administrativo de Defesa Econômica sinalizou no Documento de Trabalho nº 005/202020 intitulado como "concorrência em mercados digitais: uma revisão dos relatórios especializados" (CADE, 2020):

“O relatório destaca como características específicas como retornos crescentes de escala, externalidades de rede e de dados e outros implicam a possível existência de poder de mercado mesmo em mercados fragmentados. Isso porque o *lock-in* de um determinado tipo de consumidor ou cliente fornece à plataforma poder de mercado sobre esse grupo de usuários, e o associado poder de intermediação torna a plataforma um agente com quem as partes precisam contratar (*“unavoidable trading partner”*). Esse poder é ainda mais relevante quando as empresas controlam dados necessários para o desenvolvimento de determinados serviços ou produtos. Estas mesmas características também permitem à plataforma adentrar mercados adjacentes, muitas vezes de forma considerada abusiva. A conclusão dessa análise é que poder de mercado pode se manifestar em diversas formas distintas em mercados digitais. Não há um único fator-chave que deve ser analisado. Ao contrário, autoridades precisam estar atentas às particularidades de cada mercado relevante, analisar cada caso detalhadamente e, em especial, considerar como vieses e outras características da economia comportamental protegem determinadas plataformas da competição.”

Além disso, emergem riscos sistêmicos invisíveis. Muitas fintechs operam de forma fragmentada, mas interligada, com cadeias de terceirização intensiva e dependência de infraestrutura compartilhada — como serviços de *cloud computing*¹¹¹, APIs bancárias¹¹², provedores de identidade digital¹¹³ e

111 A computação em nuvem é a entrega de recursos de TI sob demanda por meio da Internet com definição de preço de pagamento conforme o uso. Em vez de comprar, ter e manter datacenters e servidores físicos, você pode acessar serviços de tecnologia, como capacidade computacional, armazenamento e bancos de dados, conforme a necessidade, usando um provedor de nuvem como a Amazon Web Services (AWS).

112 As APIs, acrônimo em inglês para Application Programming Interface, é basicamente a linguagem que permite que outras plataformas possam comunicar-se entre si. É por meio delas que as instituições financeiras poderão consultar os dados do usuário que permitir que eles

plataformas de pagamentos instantâneos. Essa interconexão pode gerar externalidades cruzadas¹¹⁴, em que falhas técnicas ou ataques cibernéticos em um único elo da cadeia comprometem a integridade de todo o ecossistema. Trata-se de riscos que, por sua natureza, não são captados adequadamente por métricas tradicionais de supervisão bancária, exigindo um novo olhar sobre resiliência operacional sistêmica.

Outro desafio emergente está relacionado ao uso de supervisão automatizada (*suptech*¹¹⁵) por parte dos próprios reguladores. Embora o desenvolvimento de ferramentas digitais para monitoramento em tempo real seja promissor, ele traz consigo riscos de dependência técnica, opacidade algorítmica e redução da *accountability* regulatória. Reguladores que se apoiam em fornecedores privados para análise de dados ou em sistemas complexos de IA para classificar riscos podem perder autonomia decisória ou capacidade crítica sobre os próprios instrumentos de fiscalização. Isso reforça a

sejam abertos no sistema Open Finance. Caso esta introdução esteja muito rápida para você, escrevemos este post sobre o que é Open Finance (BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A. (O que são e como utilizar APIs Santander de Open Finance. *Blog Santander*, São Paulo, 22 out. 2024. Disponível em: <https://www.santander.com.br/blog/api-santander-open-finance>. Acesso em: 4 maio 2025. Santander Soluções).

113 Um provedor de identidade (IdP), ou administrador de IdP, é um sistema que cria, armazena e gerencia identidades digitais. Basicamente, um administrador de IdP oferece autenticação do usuário como serviço. Por exemplo, você pode usar as credenciais da sua conta Google para fazer login no Spotify. Nesse caso, seu login do Google é o IdP e o Spotify é o provedor de serviços (SP). Qualquer site que precise de login, por exemplo, usa um IdP para autenticar os usuários. Uma senha ou outro fator de autenticação pode ser usado para autenticar o usuário (ENTRUST CORPORATION. O que é um provedor de identidade? Entrust, [s.l.], [2024?]. Disponível em: <https://www.entrust.com/pt/resources/learn/what-is-an-identity-provider>. Acesso em: 4 maio 2025).

114 É possível falar em externalidades cruzadas quando há convergências dos interesses econômicos dos agentes que produzem essas externalidades: o caso dos produtores de hardware e de software, e das redes peer to peer. Existe, ao contrário, desvio de externalidades quando há conflito de interesses: os interesses conflitantes das firmas fonográficas, de um lado, e os dos fabricantes de hardware e software, dos servidores e das redes peer to peer, do outro lado. Nesse caso, as firmas fonográficas não têm mais condições de internalizar as externalidades que elas mesmas criaram (HERSCOVICI, Alan. O “capitalismo imaterial”: elementos para uma análise (socio)econômica. *Novos Estudos CEBRAP*, São Paulo, n. 102, p. 55–72, jul. 2015. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/nec/a/4jxrQqrfqszy7PPNM35v9pq/>. Acesso em: 4 maio 2025).

115 Tecnologia de Supervisão (SupTech) são tecnologias utilizadas por reguladores para aumentar a eficiência do seu controle e supervisão sobre os participantes do mercado financeiro.” “Supervisory Technology (SupTech) “technologies used by regulators to enhance the efficiency of their control and supervision over financial market participants” (LABINOVAÇÃO FINANCEIRA. *Introdução ao RegTech*. 2022. Disponível em: https://labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2022/04/Introducao_RegTech.pdf. Acesso em: 4 maio 2025).

necessidade de um investimento público estratégico em capacidades técnicas, interoperabilidade regulatória e supervisão humana qualificada.

Nesse contexto, o papel do Estado regulador precisa ser urgentemente reconfigurado. A mera produção de normas setoriais, muitas vezes reativas e fragmentadas, não é suficiente para lidar com os desafios multidimensionais trazidos pela inovação financeira. É necessário construir uma governança regulatória integrada¹¹⁶, que envolva coordenação ativa entre o Banco Central, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), a Autoridade Nacional de Proteção de Dados (ANPD) e, eventualmente, outras instâncias governamentais e judiciais. Tal articulação não apenas evita sobreposições e lacunas de competência, como também promove coerência entre os diferentes objetivos de política pública — inovação, concorrência, proteção do consumidor e estabilidade sistêmica. A criação de fóruns interinstitucionais, câmaras técnicas permanentes e mecanismos de consulta pública qualificada pode ser um caminho para assegurar maior responsividade regulatória e adaptabilidade frente às transformações tecnológicas.

Em síntese, o avanço das *fintechs* representa uma oportunidade estratégica para democratizar o acesso ao sistema financeiro e promover eficiência econômica. No entanto, essa transformação só poderá se consolidar de forma sustentável se acompanhada de um marco regulatório inteligente, coordenado e evolutivo — capaz de equilibrar inovação e responsabilidade, competição e segurança, liberdade de empreender e dever de proteger o interesse público.

4.4.1. Regulação das fintechs no Brasil

A regulação das *fintechs* no Brasil passou a ser estruturada de forma mais sistemática a partir de 2018, com o reconhecimento, pelo Banco Central do Brasil, de modelos de negócios emergentes que não se enquadravam nas

¹¹⁶ A governança Regulatória Integrada nada mais é que o modelo de gestão que busca harmonizar e coordenar as políticas e normas regulatórias entre diferentes órgãos, entidades e setores, promovendo uma abordagem colaborativa e eficiente na aplicação de regulamentações.

categorias tradicionais de instituições financeiras¹¹⁷. A Resolução nº 4.656 de 2018¹¹⁸ representou um marco inaugural, ao instituir a regulamentação das Sociedades de Crédito Direto (SCD) e das Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP), permitindo o funcionamento de plataformas digitais de crédito sem intermediação bancária. Tal iniciativa conferiu segurança jurídica a modelos de negócios inovadores e foi respaldada pelo princípio da neutralidade tecnológica¹¹⁹, segundo o qual a regulação deve incidir sobre a atividade desempenhada, e não sobre a tecnologia utilizada. A importância dessa normativa se expressa também na ampliação da competição no mercado de crédito, historicamente concentrado em poucas instituições bancárias de grande porte (Gouvea, 2020).

Em paralelo, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) avançou no tratamento normativo de plataformas de investimento coletivo (*crowdfunding*¹²⁰), com a Instrução CVM nº 588 de 2017¹²¹, posteriormente

117 As fintechs são reconhecidas pelo BCB como um grupo de instituições cujos modelos de negócio se baseiam fortemente em tecnologia inovadora e na utilização intensiva de canais eletrônicos de atendimento e de processamento de serviços. Dois segmentos entram no universo fiscalizável do BCB nessa categoria: (1) as IPs, que, embora não sejam classificadas como instituições financeiras, foram inseridas nesse universo por meio da Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013; e (2) as Sociedades de Crédito Direto (SCD) e as Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP), instituições financeiras regulamentadas pela Resolução 4.656, de 26 de abril de 2018, especializadas na concessão ou intermediação de empréstimos por meio de plataformas eletrônicas (BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Instituições de pagamento e seus modelos de negócio*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2021. (Estudos Especiais, n. 88). Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE088_Instituicoes_de_pagamento_e_seus_modelos_de_negocio.pdf. Acesso em: 6 maio 2025).

118 Dispõe sobre a sociedade de crédito direto e a sociedade de empréstimo entre pessoas, disciplina a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica e estabelece os requisitos e os procedimentos para autorização para funcionamento, transferência de controle societário, reorganização societária e cancelamento da autorização dessas instituições.

119 Trata-se de um conceito também referido em debates mais específicos, como a redução das emissões poluentes de veículos automóvel. A neutralidade tecnológica é um conceito fundamental que deve nortear todas as iniciativas no âmbito da transição para a descarbonização da energia, e que, portanto, pela importância que lhe atribuímos, gostaríamos que fosse um conceito perfeitamente claro para toda a sociedade (EPOL – ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE EMPRESAS PETROLÍFERAS. A que chamamos neutralidade tecnológica? EPCOL, 7 abr. 2021. Disponível em: <https://www.epcol.pt/folder/newsletter/previous/Newsletter070421163212.aspx>. Acesso em: 6 mai. 2025).

120 O crowdfunding de Investimento, também conhecido como “investimento coletivo”, ou “colaborativo”, ou ainda “participativo”, tem sido utilizado como instrumento de captação de recursos de um segmento bem específico de empresas nascentes, em especial as baseadas

revista pela Resolução CVM nº 88 de 2022¹²². Essa norma foi fundamental para permitir que as instituições financeiras tecnológicas especializadas em intermediar investimentos em *startups* e pequenas empresas pudessem operar legalmente no Brasil. Conforme destaca Gouvea (2020), a regulação visou superar entraves como a aplicação da Instrução normativa nº 400 de 2003 da CVM¹²³, que impunha custos e requisitos desproporcionais ao modelo, além de ter sido precedida por consulta pública que evidenciou a necessidade de adaptação normativa. Dessa forma, *fintechs* que oferecem infraestrutura digital para conectar investidores a empreendedores em busca de capital passaram a integrar o ecossistema regulado do mercado de capitais, sem encargos regulatórios excessivos.

Esse avanço institucional brasileiro insere-se na lógica de orientação "conhecer primeiro, regular depois", apontada por Arner et al. (2015) como estratégia típica da regulação contemporânea frente à inovação. De fato, como destaca a CVM (2017b), a autarquia promoveu uma pesquisa com 224 *fintechs* antes da edição normativa, com o objetivo de compreender o impacto dessas novas tecnologias no mercado de capitais brasileiro, evidenciando um esforço prévio de escuta e diagnóstico regulatório.

Outro passo relevante foi a criação do *sandbox* regulatório em 2020, estabelecido pela Instrução Normativa Conjunta nº 1 de 2020¹²⁴. Segundo Gouvea (2020, p. 40), trata-se de um ambiente seguro de testes

em tecnologia, ligadas à pesquisa e ao desenvolvimento de ideias inovadoras, as chamadas *startups* (BRASIL. Portal do Investidor. Crowdfunding de investimento. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/crowdfunding-de-investimento>. Acesso em: 6 maio 2025.).

121 Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013.

122 Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo e revoga a Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017.

123 Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.

124 Dispõe sobre a implementação do Open Finance.

supervisionados que permite a operação temporária de modelos inovadores sob regras limitadas, com o propósito de viabilizar o aprendizado institucional e o amadurecimento regulatório. Essa abordagem tem sido considerada internacionalmente como mecanismo eficiente para fomentar a inovação sem abrir mão da supervisão pública (Herrera; Valdillo, 2018).

Nesse contexto de modernização institucional, destaca-se o programa *Open Finance*, sucessor do *Open Banking*, que garantiu ao cliente o controle de seus dados financeiros e autorizou seu compartilhamento entre instituições. A medida visa não apenas fomentar a concorrência, mas também promover a transparência e a interoperabilidade do sistema financeiro, elementos centrais do conceito de "*smart regulation*" (Brummer; Gorfine, 2014).

No campo das Instituições de Pagamento (*IPs*), a Lei nº 12.865 de 2013¹²⁵ e a Circular nº 3.682 de 2013¹²⁶ constituíram bases jurídicas relevantes para fintechs que atuam com carteiras digitais, cartões pré-pagos e transferências eletrônicas. A separação entre instituições financeiras tradicionais e *IPs* abriu espaço regulatório para novos atores, possibilitando a

125 Autoriza o pagamento de subvenção econômica aos produtores da safra 2011/2012 de cana-de-açúcar e de etanol que especifica e o financiamento da renovação e implantação de canais com equalização da taxa de juros; dispõe sobre os arranjos de pagamento e as instituições de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB); autoriza a União a emitir, sob a forma de colocação direta, em favor da Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), títulos da dívida pública mobiliária federal; estabelece novas condições para as operações de crédito rural oriundas de, ou contratadas com, recursos do Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste (FNE); altera os prazos previstos nas Leis nº 11.941, de 27 de maio de 2009, e nº 12.249, de 11 de junho de 2010; autoriza a União a contratar o Banco do Brasil S.A. ou suas subsidiárias para atuar na gestão de recursos, obras e serviços de engenharia relacionados ao desenvolvimento de projetos, modernização, ampliação, construção ou reforma da rede integrada e especializada para atendimento da mulher em situação de violência; disciplina o documento digital no Sistema Financeiro Nacional; disciplina a transferência, no caso de falecimento, do direito de utilização privada de área pública por equipamentos urbanos do tipo quiosque, trailer, feira e banca de venda de jornais e de revistas; altera a incidência da Contribuição para o PIS/Pasep e da Cofins na cadeia de produção e comercialização da soja e de seus subprodutos; altera as Leis nºs 12.666, de 14 de junho de 2012, 5.991, de 17 de dezembro de 1973, 11.508, de 20 de julho de 2007, 9.503, de 23 de setembro de 1997, 9.069, de 29 de junho de 1995, 10.865, de 30 de abril de 2004, 12.587, de 3 de janeiro de 2012, 10.826, de 22 de dezembro de 2003, 10.925, de 23 de julho de 2004, 12.350, de 20 de dezembro de 2010, 4.870, de 1º de dezembro de 1965 e 11.196, de 21 de novembro de 2005, e o Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972; revoga dispositivos das Leis nºs 10.865, de 30 de abril de 2004, 10.925, de 23 de julho de 2004, 12.546, de 14 de dezembro de 2011, e 4.870, de 1º de dezembro de 1965; e dá outras providências.

126 Aprova o regulamento que disciplina a prestação de serviço de pagamento no âmbito dos arranjos de pagamentos integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), estabelece os critérios segundo os quais os arranjos de pagamento não integrarão o SPB e dá outras providências.

inclusão de consumidores historicamente desbancarizados, conforme reconhecido pelo Banco Central do Brasil (s/d).

Ademais, a Comissão de Valores Mobiliários atuou de maneira destacada na delimitação jurídica dos criptoativos, especialmente com a Resolução CVM nº 175 de 2022¹²⁷. Ainda que a regulação sobre serviços com criptoativos esteja em desenvolvimento pelo Bacen, a atuação da CVM demonstrou sensibilidade quanto à crescente interseção entre tecnologia e valores mobiliários. Como pontua Gouvea (2020), a orientação oficial da autarquia passou a considerar que determinadas ofertas de *tokens* poderiam configurar valores mobiliários, dependendo de seus direitos subjacentes.

Outro elemento a se destacar é o investimento em *RegTech* e *SupTech*, que buscam modernizar os mecanismos de compliance e supervisão por meio de tecnologias como inteligência artificial e aprendizado de máquina. Embora ainda incipiente no Brasil, o Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas (*Lift*), coordenado pelo Banco Central, tem promovido testes e experimentos com soluções digitais aplicáveis à regulação (Siqueira et al., 2018).

Jonathan McMillan expõe que, com o surgimento da revolução digital, tornou-se inviável controlar integralmente as operações bancárias por meio das normas existentes e dos mecanismos de proteção estatal, ressaltando que “A tecnologia da informação revelou novas formas de driblar a regulação bancária.”. Ademais, conforme McMillan (150, 2018):

“O problema de fronteira da regulação financeira não só complica a vida de todos os reguladores bancários como exige atenção cuidadosa caso se esteja tentando acabar com as atividades bancárias. Proibir (...) não conseguirá acabar com as atividades bancárias. Elas ressurgirão em instituições com outra denominação. Impor uma estrutura regulatória sufocante em torno de todas as instituições financeiras como prevenção - a ideia das atividades bancárias com propósitos limitados - tampouco trata na íntegra do problema de fronteira. As atividades bancárias podem reemergir em instituições consideradas “não financeiras.”

127 Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica.

A revolução digital “desestruturou o equilíbrio delicado entre atividades bancárias, garantias do governo e regulações bancárias”, de acordo com o autor Jonathan McMillan (2018, p. 65). Essas novas modalidades usam a tecnologia para fornecem produtos e serviços mais rápidos e convenientes aos seus clientes e fomentam a competitividade do setor.

O mesmo autor (2018, p. 140) acrescenta que, após a criação destas tecnológicas as atividades bancárias “deixaram de ser especiais, podendo ser substituídas por sistemas financeiros mais eficazes e bem concebidos”.

Em suma, verifica-se que a regulação das fintechs no Brasil segue uma trajetória de amadurecimento normativo, sustentada por princípios de proporcionalidade, flexibilidade e inovação. Conforme conclui Gouvea (2020, p. 45), “o estímulo às fintechs no Brasil pode trazer resultados relevantes, ao custo de riscos ruins muito baixos”, desde que acompanhado por supervisão responsável e políticas públicas de engajamento regulatório.

4.4.2. O equilíbrio entre inovação e estabilidade financeira

A crescente atuação das fintechs no sistema financeiro representa uma das manifestações mais evidentes daquilo que Schumpeter descreveu como “destruição criadora”. Nesse sentido, o desenvolvimento é pensado como um processo de destruição criadora (Schumpeter, 1984, p. 112-113):

“O capitalismo, então, é, pela própria natureza, uma forma ou método de mudança econômica, e não apenas nunca está, mas nunca pode estar, estacionário. [...] A abertura de novos mercados [...] e o desenvolvimento organizacional [...] ilustram o mesmo processo de mutação industrial – se me permitem o uso do termo biológico – que incessantemente revoluciona a estrutura econômica a partir de dentro, incessantemente destruindo a velha, incessantemente criando uma nova. Esse processo de destruição criadora é o fato essencial acerca do capitalismo¹²⁸.”

128 “Como estamos tratando de um processo orgânico, a análise do que ocorre em qualquer parte deste – digamos, numa empresa isolada ou numa indústria – pode realmente esclarecer detalhes do mecanismo, mas nada conclui além disso. Todos os elementos da estratégia de

Inovações tecnológicas que oferecem novos serviços, modelos de negócios ou experiências ao usuário não apenas desafiam os incumbentes, mas redesenham por completo a lógica tradicional da intermediação financeira. Tal fenômeno, embora vital ao progresso econômico, gera tensões com os mecanismos tradicionais de regulação, cuja função precípua é assegurar a estabilidade do sistema financeiro e proteger os consumidores. Assim, a promoção da inovação no setor financeiro exige um equilíbrio delicado entre estímulo ao dinamismo e contenção dos riscos sistêmicos.

O pensamento Schumpeteriano fornece um arcabouço teórico robusto para entender a centralidade da inovação no desenvolvimento econômico. Para Schumpeter (1982), o desenvolvimento “não deriva de variações contínuas, mas de alterações revolucionárias que deslocam para sempre o estado de equilíbrio previamente existente” (Engel, 2020, p. 2). A inovação, nesse contexto, é a força propulsora que rompe com o *status quo* e viabiliza o surgimento de novos ciclos de prosperidade. No setor financeiro, esse dinamismo é protagonizado pelas *fintechs*, que introduzem novos produtos, plataformas digitais, sistemas de pagamento, e formas de crédito – frequentemente operando fora do escopo tradicional das instituições bancárias reguladas.

Esse cenário de inovação disruptiva cria um paradoxo regulatório. De um lado, a inovação é desejável, pois permite inclusão financeira, redução de custos operacionais, aumento da concorrência e expansão da oferta de produtos. De outro, a entrada de novos agentes pode comprometer a estabilidade do sistema, especialmente quando operam à margem da supervisão ou quando suas operações ganham escala sistêmica sem adequada supervisão prudencial.

Como destaca Schumpeter (1934), a inovação frequentemente implica um rompimento com as formas anteriores de organização econômica, o que inclui as estruturas regulatórias legadas. De fato, segundo Varella et al. (2012),

negócios só adquirem sua verdadeira significação contra o pano de fundo desse processo e dentro da situação por ele criada. Devem ser vistos em seu papel, sob o vento perene da destruição criadora; não podem ser compreendidos a despeito dele, ou, na verdade, sob a hipótese de que existe eterna calma.” (Schumpeter, 1984, p. 113).

a inovação é vista como um processo que destrói estruturas econômicas preexistentes para criar novas, impulsionado por empreendedores que operam sob incerteza e introduzem novos paradigmas produtivos e organizacionais. Este ambiente de incerteza regulatória é particularmente sensível no setor financeiro, cujos riscos se propagam com grande velocidade e amplitude.

A principal dificuldade enfrentada por reguladores e formuladores de políticas públicas, portanto, está em como desenvolver arranjos regulatórios que preservem os incentivos à inovação sem comprometer a estabilidade macroeconômica e a integridade do sistema. Não se trata apenas de um dilema normativo, mas de uma dificuldade epistemológica, pois a natureza da inovação é, por definição, não antecipável.

Uma das respostas possíveis a este desafio está na adoção de regimes regulatórios adaptativos, como o *sandbox* regulatório, que permite a testagem supervisionada de inovações em ambientes controlados. Essa abordagem vem sendo utilizada em diversas jurisdições como uma maneira de reduzir a assimetria de informação entre reguladores e novos entrantes, ao mesmo tempo em que mitiga riscos de mercado (Paiva et al., 2018).

Ademais, é necessário reconhecer que a atuação das fintechs não apenas desafia os incumbentes, mas também redefine as fronteiras do próprio setor financeiro. A literatura contemporânea indica que a inovação pode ser incremental, radical ou arquitetural (Varella et al.). Enquanto inovações incrementais melhoram produtos existentes, as inovações radicais – como muitas das trazidas pelas fintechs – podem tornar obsoletos¹²⁹ os modelos

129 É certo que, em alguns casos, o aprimoramento da solução anterior é tão relevante que, na prática, impacta enormemente sobre os destinatários da resposta apresentada. Isto, porém, não invalida a constatação de que houve um aprimoramento – mais ou menos relevante – da resposta anterior. Há momentos, entretanto, em que o intelecto humano encontra soluções para um determinado problema que são capazes de tornar obsoletas, inúteis, ultrapassadas, as soluções até então propostas. Surgem novas referências teóricas e fáticas, novas premissas de comportamento ou compreensão daquele problema. Novos padrões são criados. Há uma espécie de ruptura com as respostas anteriormente apresentadas. Propõe-se um rumo novo, que “rompe” com o anterior. É o que se denomina de tecnologia “disruptiva”. O caráter “disruptivo” de uma tecnologia, de uma solução intelectual para um determinado problema está, em essência, no fato de ela implicar a obsolescência de outras, reduzindo ou simplesmente acabando com a demanda pela tecnologia anterior. Implica parar de evoluir em um determinado sentido e começar em outro, radicalmente diferente do anterior” (Pimenta, Eduardo Goulart. Direito do mercado financeiro e de crédito [recurso eletrônico]. 3. ed. atual. e

bancários tradicionais, substituindo-os por soluções descentralizadas, baseadas em *blockchain*, inteligência artificial ou sistemas de *open banking*.

Esse novo paradigma exige dos reguladores uma postura mais proativa e integrada. A inovação, para ser funcional ao desenvolvimento e não prejudicial à estabilidade, precisa ser acompanhada por uma estrutura regulatória que compreenda não apenas os riscos tradicionais (como risco de crédito ou risco operacional), mas também os novos riscos emergentes: cibernéticos, algorítmicos e de concentração de dados.

Como salienta Schumpeter (1961, p. 112), “a concorrência que se observa no seio da economia capitalista é a de novos bens, novas tecnologias, novas fontes de insumos, novos modos de as firmas [leia-se: empresas] se or“ganizarem” (Paiva et al., 2018, p. 158). Assim, ainda que importantes, os preços possuem papel secundário na determinação da concorrência: o elemento central é a inovação.

Portanto, a atuação estatal não deve ter como único objetivo limitar os efeitos colaterais da inovação, mas também criar um ambiente institucional e econômico que viabilize seu florescimento sustentável. O desenvolvimento de estruturas regulatórias mais flexíveis, a capacitação técnica das autoridades supervisoras e a construção de uma infraestrutura de dados segura e interoperável são elementos centrais para esse novo arranjo.

Conclui-se, portanto, que o equilíbrio entre inovação e estabilidade financeira no contexto das fintechs é alcançável, mas depende da evolução concomitante dos marcos regulatórios, da cultura institucional dos órgãos de supervisão e da compreensão de que a inovação não é inimiga da estabilidade, mas sua condição necessária no capitalismo contemporâneo. Em linha com o que defendeu Schumpeter, o verdadeiro risco não está na inovação em si, mas na estagnação dos sistemas que se recusam a acompanhar sua dinâmica.

5. A TEORIA DAS AQUISIÇÕES ELIMINATÓRIAS

5.1. Conceito e fundamentos das aquisições eliminatórias

ampl. até 06 fev. 2024. Belo Horizonte: Expert Editora Digital, 2023, pp.111-112. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2024/03/Direito-do-Mercado-Financeiro-e-de-Credito-2024.pdf>. Acesso em: 21 maio 2025).

O fenômeno das aquisições eliminatórias, internacionalmente conhecido como *killer acquisitions*, tem ganhado crescente atenção na literatura antitruste contemporânea, sobretudo no contexto de mercados digitais e altamente inovadores¹³⁰. Em termos gerais, esse conceito refere-se à prática por meio da qual empresas incumbentes – isto é, já estabelecidas e com posição dominante no mercado – adquirem empresas inovadoras emergentes não com o propósito de absorver suas tecnologias ou integrá-las aos seus produtos, mas com o objetivo específico de eliminar uma potencial concorrência futura¹³¹.

Do ponto de vista jurídico, as aquisições eliminatórias configuram um tipo de ato de concentração que pode ensejar preocupação concorrencial relevante, sobretudo pela violação dos princípios de contestabilidade de mercado e pela supressão de incentivos à inovação. Acerca da contestabilidade de mercado, preceitua Fabricio Cartemol (2004, p. 137):

“A teoria dos mercados contestáveis foi proposta por Baumol (1982) como uma teoria geral que explicasse o comportamento de indústrias, não importando a sua estrutura. Poderia tornar claro, assim, o comportamento de preços desde mercados atomizados até oligopólios/monopólios. Ao contrário de uma estrutura em concorrência perfeita, um mercado contestável é compatível com retornos crescentes de escala, interdependência de processos decisórios das firmas [leia-se: empresas] e estruturas de mercados oligopolizadas. Monopólios e oligopólios podem ser socialmente desejáveis. Para ser contestável, um mercado deve ser factível e sustentável: ele é chamado de factível se não há excesso de demanda nem de oferta e as firmas obtêm lucros não-

130 No Manual de Oslo (OCDE, 2005, p. 57), inovação se refere à "introdução de um bem ou serviço novo ou significativamente melhorado no que concerne a suas características ou usos previstos", o que inclui "melhoramentos significativos em especificações técnicas, componentes e materiais, softwares incorporados, facilidade de uso ou outras características funcionais".

131 "(...), vale ressaltar que aquisições fatais podem ter como alvo (i) futuras inovações disruptivas; (ii) futuras inovações sustentáveis (mas não disruptivas); ou (iii) pequenas empresas que não alcançam inovação significativa. Portanto, o fato de que essas pequenas aquisições podem acabar não sendo relevantes (caso em que as autoridades antitruste estariam desperdiçando seu tempo e recursos) também deve ser levado em consideração na decisão sobre se as autoridades antitruste devem dedicar seus recursos à captura dessas transações adicionais" (ROCHA, Leonardo et al. *Killer acquisitions: startups, disruptive innovation and antitrust intervention— Where are we and where are we heading to*. IBRAC, 2019. Disponível em Acesso em: 07 mai. 2025).

negativos; e é chamado de sustentável se nenhuma firma entrante pode obter lucros tomando o preço das participantes como dado [Tirole (1988)].”

Conforme destaca Veríssimo (2021, p. 45), tais operações “tendem a conservar a posição dominante exercida pelos agentes adquirentes”, pois ao absorver empresas com potencial disruptivo, impedem que novas soluções desafiem o status quo e promovam dinâmica concorrencial saudável.

A teoria econômica oferece suporte robusto à identificação e compreensão das aquisições eliminatórias. O estudo seminal de Cunningham, *Et al* (2019) foi responsável pela sistematização empírica do conceito, a partir de dados do setor farmacêutico (Rocha e Silva, 2019). Os autores observaram que projetos de inovação adquiridos por empresas incumbentes eram significativamente menos propensos a serem desenvolvidos, especialmente quando havia sobreposição com o portfólio da adquirente. Segundo seus achados, entre 5,3% e 7,4% das aquisições analisadas podem ser classificadas como *killer acquisitions* (Cunningham; Ederer; Ma, 2019).

Tal comportamento é explicado por dois efeitos clássicos da literatura sobre inovação. O primeiro é o *replacement effect*¹³², formulado por Arrow (1962), segundo o qual uma empresa monopolista tem menos incentivos para inovar, pois a inovação substituiria seus próprios produtos lucrativos. O segundo é o *efficiency effect*¹³³, que aponta que a empresa dominante pode ter

132 “A segunda ideia-chave que Arrow (1962) estabelece é o chamado “efeito de substituição da seta”. A ideia de substituição da Arrow é importante porque é enquadrada como uma das respostas clássicas à questão de como a estrutura de mercado afeta a inovação. Em particular, a ideia de Arrow parece ser identificada como um “pólo” do debate competição / inovação - ou seja, como um mecanismo-chave que explica por que a concorrência no mercado de produtos incentiva a inovação (como Shapiro 2012 resume). De acordo com o enquadramento de Shapiro (2012), Schumpeter (1942) classicamente forma o outro “pólo” desse debate - ou seja, a visão oposta de que na verdade (a perspectiva de) poder de mercado e lucros monopolistas é o que estimula a inovação (ou que as empresas maiores são um lar melhor para a inovação). Então, qual é o efeito de substituição da seta? A ideia básica do efeito de substituição é que um monopolista tem menos incentivo para inovar do que uma empresa competitiva, devido ao interesse financeiro do monopolista no status quo. Como Arrow coloca: “O poder de monopólio pré-invenção atua como um forte desincentivo para mais inovação”. De fato, na configuração da Arrow, para qualquer nível de lucros pós-invenção (“ex post”), o incentivo para inovar diminuirá nos lucros pré-invenção (ou “ex ante”)” (Fosset, Jeffrey. Arrow Replacement. Jeffrey Fossett, 2020. Disponível em: <https://jeffreyyfossett.com/2020/06/05/arrow-replacement.html>. Acesso em: 07 maio 2025).

133 “Arrow (1962) assume que o monopolista está totalmente protegido da concorrência. Ou seja, não há chance no caso de monopólio de que alguma empresa entrante externa possa

incentivos para adquirir inovações externas como forma de manter seu poder de mercado, mesmo que tal inovação represente potencial de disrupção (Gilbert; Newbery, 1982). O somatório desses efeitos justifica o comportamento estratégico de aquisições com objetivo de supressão de concorrência.

No âmbito da teoria da inovação, Joseph Schumpeter já havia antecipado, ainda na primeira metade do século XX, que o processo capitalista se desenvolve por meio do que denominou “destruição criadora”, isto é, o deslocamento de estruturas econômicas anteriores pela introdução de novos produtos, processos e formas de organização (Schumpeter, 1942). Nesse sentido, a inovação é, ao mesmo tempo, motor de crescimento econômico e força que desafia posições consolidadas. Portanto, a eliminação de agentes inovadores por empresas dominantes configura uma distorção da lógica schumpeteriana: ao invés de promover o dinamismo concorrencial, impede-se sua realização por meio de condutas estratégicas predatórias.

As aquisições eliminatórias representam, ainda, um desafio para os paradigmas tradicionais de análise concorrencial, ancorados majoritariamente na aferição de variações de preços e estruturas de mercado estáticas. Como argumenta Lemos (2021), a dinâmica dos mercados digitais requer atenção especial à concorrência potencial e à inovação, o que nem sempre é contemplado pelos critérios tradicionais de análise de atos de concentração. Nesses termos preleciona, Schroder (2019, p. 135).

“Todavia, no mercado digital, as empresas possuem uma dinâmica e natureza técnica muito peculiares, não se enquadrando nos requisitos de análise das empresas “tradicionais”. Portanto, os critérios normalmente usados pela autoridade concorrencial para definir quando o ato deve ser submetido à análise estatal não são eficientes no mercado digital, em virtude de ser um mercado de poucos, mas valiosos, players, os quais possuem atuação concentrada e de baixo faturamento. Além disso, a participação de mercado dessas

introduzir a inovação e capturar a posição de monopólio. Isso exclui a possibilidade de preocupações de preempção no estilo Gilbert & Newbury (1982) ou o que Tirole (1988) chama de efeitos de eficiência (Op. Cit.)

empresas é de difícil aferição, uma vez que deveria ser medida através da representatividade de cada uma no ramo específico.”

Um dos principais entraves nesse contexto reside na dificuldade estrutural de se identificar, de forma objetiva e mensurável, o impacto da eliminação de um concorrente potencial. Como destaca Posner (1978, p. 123), “não há um método prático, nem mesmo rudimentar, para classificar os concorrentes potenciais em um mercado com o objetivo de identificar um conjunto dos mais prováveis ou temidos entrantes”. A observação evidencia o limite epistemológico de grande parte das análises antitruste tradicionais, que dependem da quantificação de efeitos presentes e diretos sobre preço, produção ou estrutura de mercado — efeitos esses que, em aquisições eliminatórias, são futuros, incertos e muitas vezes irrecuperáveis após a consumação da operação.

Ao criticar a doutrina da concorrência potencial, Posner sustenta que ela carece de sustentação empírica e teórica capaz de justificar medidas intervencionistas concretas. Ele afirma que “após anos de tentativas, nem o governo nem qualquer outro defensor da doutrina da concorrência potencial conseguiu apresentar uma base teórica ou empírica que comprove que a eliminação de um concorrente potencial específico tenha afetado o nível de preços de um mercado” (Posner, 1978, p. 124). Isso não significa, contudo, que tais operações sejam inofensivas, mas apenas que os instrumentos analíticos disponíveis, majoritariamente *ex post*, são insuficientes para capturar seu verdadeiro impacto.

Essa limitação é particularmente sensível nos casos em que empresas dominantes adquirem empresas tecnológicas embrionárias antes que estas desenvolvam plenamente seus produtos ou serviços. O mercado, nesse estágio, ainda não “sente” os efeitos da concorrência potencial, e o órgão antitruste, por sua vez, não recebe a notificação da operação por ausência de faturamento relevante. A oportunidade de controle preventivo se perde. Como sugere Posner, o problema reside em que “o essencial é a impossibilidade de desenvolver regras operacionais de ilegalidade nesse campo” (1978, p. 123).

Por isso, é necessário buscar alternativas que transcendam a lógica tradicional do *enforcement*, focando não apenas nos efeitos observáveis, mas também nas estruturas que sustentam a inovação e a rivalidade futura.

Tais mercados se caracterizam por efeitos de rede, custos marginais¹³⁴ próximos de zero e modelos de negócios baseados em dados, o que aumenta a importância da inovação como mecanismo de entrada e contestação do mercado (Lemos, 2021).

No contexto brasileiro, a Lei nº 12.529 de 2011, prevê o controle de atos de concentração com base em critérios de faturamento das partes envolvidas. Contudo, essa métrica pode ser ineficaz para capturar operações que envolvem *startups* com baixa receita, mas elevado potencial competitivo, como frequentemente ocorre nas aquisições eliminatórias. Nesse sentido, Veríssimo (2021) defende que “a revisão dos critérios de notificação e a análise contrafactual mais robusta são medidas necessárias para adequar o *enforcement* antitruste à nova realidade digital¹³⁵” (p. 91).

A relevância do tema é acentuada no setor financeiro, especialmente diante da ascensão das instituições financeiras técnicas, cuja principal vantagem competitiva reside justamente na introdução de soluções tecnológicas inovadoras, que desafiam os modelos tradicionais bancários. A aquisição dessas empresas por instituições financeiras tradicionais pode comprometer a inclusão financeira, reduzir a diversidade de modelos de negócio e, sobretudo, inibir a inovação como vetor de concorrência. Como observado por Motta e Peitz (2020), o poder de mercado dos incumbentes pode ser perpetuado não apenas por meio de práticas anticoncorrenciais clássicas, mas também por estratégias estruturais de controle do fluxo de inovação.

Assim, as aquisições eliminatórias devem ser compreendidas como uma ameaça não apenas à concorrência, mas também à própria lógica de

134 Custo de uma unidade adicional de determinado bem.

funcionamento dos mercados orientados à inovação. A construção de uma política concorrencial eficaz nesse novo cenário requer, portanto, uma revisão crítica dos instrumentos de análise e um olhar prospectivo que contemple não apenas o impacto imediato das operações de concentração, mas seus efeitos de longo prazo sobre o ecossistema de inovação.

5.2. O papel das aquisições eliminatórias na dinâmica concorrencial

O debate sobre as aquisições eliminatórias — *killer acquisitions* — tem se tornado central na análise do papel da inovação na estrutura da concorrência contemporânea. Em mercados digitalizados e tecnologicamente intensivos, como os setores financeiro, farmacêutico e de plataformas digitais, essas operações representam não apenas atos de concentração horizontal ou vertical, mas sim mecanismos de supressão estratégica da inovação como vetor de rivalidade.

Thales de Melo e Lemos (2021) destacam que, embora o fenômeno tenha sido inicialmente descrito no setor farmacêutico, ele encontra terreno fértil nos mercados digitais, em que a lógica de competição é marcada pela disputa “pelo mercado” e não necessariamente “no mercado”. Ou seja, o objetivo da empresa incumbente deixa de ser simplesmente preservar sua participação atual e passa a incluir a eliminação de potenciais rupturas tecnológicas.

Kenneth Arrow (1962) já havia identificado que empresas monopolistas têm menos incentivos para inovar, pois qualquer nova tecnologia teria o efeito de canibalizar suas receitas pré-existentes¹³⁶. Nesse contexto, torna-se mais eficiente para o incumbente adquirir e suprimir essas inovações — mesmo que isso represente um custo elevado —, como forma de manter o status quo do mercado.

136 “Segundo o autor, um monopolista tem menos incentivos em inovar, pois o retorno que advém da introdução de um novo produto, ou tecnologia apenas vai substituir parte das rendas já auferidas por este, esta teoria é conhecida na literatura como “efeito substituição”. Em contraste, uma empresa que se encontra a operar num mercado competitivo e, dado que, não obtém lucros de monopólio esta consegue obter o retorno total advindo do processo de inovação (Hall, B.H. e Rosenberg, N. (2010) Introduction to the Handbook, Handbook of the Economics of Innovation. North-Holland).

Do ponto de vista jurídico, tal comportamento apresenta evidente risco ao processo competitivo. O tradicional paradigma de Chicago, centrado na maximização do bem-estar do consumidor¹³⁷ e na análise de variações de preço¹³⁸, mostra-se insuficiente para capturar os danos concorrenciais dinâmicos. Como observa Veríssimo (2021), a inovação deve ser vista como um bem jurídico autônomo, cuja proteção requer uma abordagem antitruste voltada à preservação do processo competitivo em si, e não apenas de seus resultados imediatos.

A própria OCDE (2020) já apontou a necessidade de revisão dos parâmetros tradicionais de notificação obrigatória de atos de concentração, tendo em vista que aquisições eliminatórias frequentemente envolvem *startups* com baixo faturamento, mas elevado valor disruptivo. Isso revela a urgência de reformar o sistema de controle de estruturas, especialmente no que se refere à análise prospectiva do impacto da operação sobre a inovação e o futuro do mercado. Nesse sentido ressaltou a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (2020, p. 38)

“Várias propostas foram apresentadas para alterar o regime de notificação de fusões, seja para setores e/ou empresas específicos, ou de forma mais geral, para permitir que as autoridades de concorrência avaliem transações

137 “Os representantes da escola, no entanto, confiaram nos elementos de eficiência dessa teoria contidos em seu conceito fundamental de bem-estar do consumidor. Ao dar esse passo, a Escola de Chicago definiu um imperativo prático para os profissionais do direito da concorrência, pois a base para a avaliação das práticas de mercado proibidas das empresas era uma análise econômica sustentada pela lógica da eficiência produtiva e alocativa, uma vez que a eficiência produtiva e alocativa compõem o conteúdo do padrão de bem-estar do consumidor. A análise de casos antitruste dentro da estrutura desse conceito introduz apenas um critério e, diferentemente da Escola de Harvard e da economia ordoliberal [...], considera errôneas as referências a critérios sociopolíticos, aspectos estruturais do mercado e a proteção de pequenas empresas. Assim, incluir o padrão de bem-estar do consumidor nas práticas das autoridades antitruste foi um avanço que levou a uma economização de longo alcance do direito da concorrência.” (Jurczyk, Zbgnew. *The Role of Economic Efficiency in Competition Law. Yearbook of antitrust and regulatory studies*, vol. 10, n. 16, Centre for Antitrust and Regulatory Studies, University of Warsaw, Faculty of Management, 2017.).

138 “[...] as normas legais, ou simplesmente leis, podem ter papel de intervir e modificar as condições de mercado, atribuindo preços às condutas para influir nas escolhas. Entretanto, para a Velha Escola de Chicago, a lei so tinha valor enquanto forma de criar condições para o funcionamento do mercado, reduzindo os custos de transação e alocando direitos” (Flores Filho, E. G. J. *A Nova Escola de Chicago e as modalidades de regulação: tendências do Law and Economics e as aplicações para o direito brasileiro. Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE) Annual Papers. University of California: Berkeley Program in Law and Economics, 2007, p. 8.*)

potencialmente prejudiciais que não se enquadram nas regras atuais. Uma proposta seria reduzir os limites de volume de negócios existentes. No entanto, fazê-lo no contexto de um sistema de notificação obrigatória resultaria inevitavelmente na notificação de um grande número de transações de baixo volume de negócios. Portanto, essa opção não foi adotada, mas várias jurisdições introduziram, ou propõem introduzir, limites ou critérios adicionais ou complementares, notavelmente limites baseados em valor, e a imposição de requisitos de notificação a empresas específicas¹³⁹.”

Do ponto de vista estratégico, as aquisições eliminatórias revelam a existência de um novo modelo de “exclusão estrutural”. Conforme argumenta Tim Wu (2012), nesses casos, a exclusão de agentes inovadores pode ser tão nociva quanto os cartéis tradicionais, pois interrompe o fluxo natural de inovação e priva o mercado de soluções que, potencialmente, gerariam aumento de bem-estar no médio e longo prazo.

Portanto, a compreensão das aquisições eliminatórias como elementos estruturantes da dinâmica concorrencial moderna implica a necessidade de revisão das ferramentas tradicionais de *enforcement*. Pensando nisso, Beker traz em sua obra um programa de aplicação da lei antitruste que promove a inovação deve (2007, p. 37)

“(i) enfrentar restrições à concorrência pela inovação; (ii) proteger a concorrência em mercados com concorrência pelo mercado (winner take-all e winner take-most); (iii) proteger a concorrência nos mercados em que o provável desenvolvimento tecnológico ou regulatório ou um rápido

139 “Several proposals have been put forward to change the merger notification regime, either for specific sectors and/or firms, or more generally to enable competition authorities to assess potentially harmful transactions which are not caught by the current rules. One proposal would be to lower the existing turnover thresholds. However, doing so in the context of a mandatory notification system would inevitably result in large numbers of low turnover transactions being notified. This option has therefore not been adopted, but several jurisdictions have introduced, or propose to introduce, additional or complementary thresholds or criteria, notably value-based thresholds, and the imposition of notification requirements on specific firms” (OECD. Start-ups, Killer Acquisitions and Merger Control – Background Note by the Secretariat. 12 May, 2020. Disponível em < [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2020\)5/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2020)5/en/pdf) > Acesso em 7. Mai. 2025).

crescimento de demanda determina o futuro do produto no mercado; (iv) proibir acordos horizontais de fixação de preços ou divisão de mercados; (v) prevenir acordos entre rivais que facilitem a coordenação sem justificativa comercial e (vi) proibir acordos horizontais que potencialmente reduzam a concorrência.”

Não se trata de condenar toda operação de aquisição, mas de reconhecer que, em ambientes fortemente concentrados, marcados por assimetrias de informação e barreiras não convencionais, como o acesso a dados e efeitos de rede, a inovação se torna o principal vetor de competição — e, paradoxalmente, também a principal vítima de estratégias excludentes.

5.2.1. Impactos na estrutura de mercado e na concorrência

As aquisições eliminatórias, além de afetarem a inovação e a rivalidade, têm efeitos estruturais substanciais sobre o mercado. A eliminação de um agente inovador não representa apenas a perda de um competidor, mas a destruição de uma trajetória tecnológica alternativa que poderia gerar pressão disciplinadora sobre os incumbentes. Trata-se de uma forma de concentração que não apenas altera a quantidade de *players*, mas compromete a qualidade e a diversidade do processo competitivo¹⁴⁰.

Como já foi dito anteriormente, o impacto direto sobre a estrutura de mercado manifesta-se na redução da contestabilidade. No entanto, quando incumbentes recorrem sistematicamente à aquisição de entrantes promissores, o mercado torna-se menos contestável e mais fechado à renovação.

140 “Nas décadas que se seguiram ao ensaio de Hayek, porém, alguma atenção ocasional passou a ser dada, na literatura, à necessidade de uma teoria do processo competitivo, e é reconhecido por todos, pelos menos, que o modelo de competição perfeita não fornece uma teoria de qualquer processo que seja. Embora seja demais afirmar que o ensaio de Hayek, finalmente, tenha feito os economistas reconhecerem a distinção entre competição como processo e competição como situação resultante de um processo, passou-se a reconhecer que a teoria do equilíbrio competitivo deve ser suplementada por uma teoria do processo, e que a noção de competição dos leigos pode fornecer aos menos um indicador para a construção de tal teoria” (Kirzner, Israel. *The irresistible force of market competition. Ideas on liberty*, v. 50, n. 3, p. 11-14, mar. 1979. 9, p. 87).

O segundo efeito estrutural é o fortalecimento das barreiras à entrada, sobretudo em mercados digitais. A literatura aponta que essas barreiras não são apenas financeiras ou regulatórias, mas derivadas da dependência de trajetória tecnológica, do acesso privilegiado a dados e da presença de efeitos de rede. Como afirma Veríssimo (2021), as aquisições eliminatórias cristalizam essas barreiras ao impedir que novas soluções se consolidem, inviabilizando o surgimento de modelos concorrenciais alternativos.

Além disso, observa-se a formação de uma assimetria informacional estratégica: incumbentes utilizam sua posição privilegiada e acesso a dados para identificar e adquirir empresas inovadoras ainda em estágios iniciais, muitas vezes antes que qualquer impacto de mercado seja perceptível às autoridades antitruste. Esse fenômeno, segundo Lemos (2021), configura uma forma de regulação privada da inovação, em que grandes plataformas decidem, de maneira discricionária, quais tecnologias prosperam e quais são eliminadas.

O terceiro efeito recai sobre o próprio paradigma de avaliação antitruste. Conforme aponta Khan (2017), o modelo centrado na aferição de variações de preço e na eficiência alocativa é incapaz de capturar os danos concorrenciais associados à supressão da inovação. Shapiro (2010) acrescenta que os efeitos sobre a inovação podem ser mais relevantes, em termos sociais, do que alterações marginais de preços, pois comprometem ganhos futuros amplamente distribuídos.

Em resposta a esse cenário, autores como Steinbaum e Stucke (2020) propõem o abandono do *consumer welfare standard*¹⁴¹ e a adoção de um *effective competition standard*¹⁴², centrado na proteção do processo

141 “O padrão de bem-estar do consumidor orienta os agentes antitruste e os tribunais ao avaliar os efeitos que uma determinada prática comercial ou fusão tem sobre o consumidor. Para fazer isso, ferramentas e dados econômicos são usados para medir se a prática comercial ou fusão em questão aumentará os preços, reduzirá a produção ou sufocará a inovação. Qualquer resultado que afete negativamente o consumidor, conforme definido pelo padrão de bem-estar do consumidor, pode ser considerado uma violação das leis antitruste” (Kovacs, Ike. *Why the Consumer Welfare Standard is the Backbone of Antitrust Policy*. American Action Forum, 20 abr. 2023. Disponível em: <https://www.americanactionforum.org/insight/why-the-consumer-welfare-standard-is-the-backbone-of-antitrust-policy/>. Acesso em: 7 maio 2025).

142 “O padrão de concorrência efetiva difere tanto do padrão de bem-estar do consumidor quanto do padrão de bem-estar total, pois se afasta expressamente da análise de equilíbrio

concorrencial enquanto valor normativo autônomo. Essa perspectiva amplia o escopo do *enforcement* antitruste e permite considerar elementos qualitativos, como diversidade tecnológica, pluralismo de modelos de negócio e acesso à inovação, como dimensões legítimas da análise concorrencial.

Por fim, deve-se considerar o risco sistêmico de desincentivo à inovação. A constatação de que o sucesso de uma startup leva não à consolidação de sua posição no mercado, mas à sua absorção e supressão, cria um ambiente adverso ao investimento em soluções disruptivas. A médio e longo prazo, isso compromete a eficiência dinâmica e reduz o potencial transformador da economia digital.

Portanto, os impactos das aquisições eliminatórias na estrutura de mercado extrapolam a dimensão econômica imediata e atingem o núcleo do processo concorrencial moderno. Sua regulação adequada exige não apenas ajustes normativos, mas um novo paradigma analítico, sensível à inovação como bem jurídico fundamental e à concorrência como processo aberto, dinâmico e evolutivo.

5.2.2. Redução da diversidade empresarial e do dinamismo inovador

parcial de um único mercado como base para a análise antitruste. O padrão de concorrência efetiva difere ainda mais do padrão de bem-estar do consumidor em quatro aspectos importantes:

I) Primeiro, uma redução substancial da concorrência é suficiente para a responsabilização. Autoridades responsáveis pela aplicação da lei e tribunais não precisam demonstrar como a redução da concorrência prejudica os consumidores, nem equilibrar os danos a um conjunto de partes interessadas com os supostos benefícios para outro. Nesse aspecto, o padrão de concorrência efetiva torna a legislação antitruste mais aplicável; II) Segundo, reconhece que a concorrência precisa de concorrentes.

Assim, adota uma postura mais rígida em relação a práticas monopolistas, predatórias e excludentes, que frequentemente reduzem as oportunidades competitivas para entrantes e rivais. Em terceiro lugar, diferentemente do padrão de bem-estar do consumidor, que considera o impacto apenas sobre os consumidores, o padrão de concorrência efetiva protege os participantes do mercado em toda a cadeia de suprimentos, incluindo trabalhadores e vendedores; e II) Finalmente, ao eliminar a etapa precária de como a redução da concorrência prejudicará o bem-estar dos consumidores, o padrão de concorrência efetiva restaura o propósito da Lei Clayton de “interromper as restrições ao comércio em seu início e antes que se transformem em restrições plenas que violem a Lei Sherman”. Como o Congresso observou, “A exigência de certeza e realidade do dano à concorrência é incompatível com qualquer esforço para complementar a Lei Sherman por meio de restrições incipientes” (STEINBAUM, M.; STUCKE, M. E. The effective competition standard: a new standard for antitrust. University of Chicago Law Review, Chicago, v. 87, n. 2, p. 595-*, 2020. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclev/vol87/iss2/11/>. Acesso em: 7 maio 2025).

O fenômeno das aquisições eliminatórias é um tipo de conduta que acarreta uma concentração progressiva de ativos tecnológicos em poucas mãos, com a conseqüente padronização de soluções e supressão de trajetórias alternativas de inovação.

A redução da diversidade empresarial decorrente dessas aquisições não se limita à diminuição do número de agentes econômicos, mas envolve também uma perda qualitativa da variedade de estratégias, culturas organizacionais e modelos de negócio. Como alerta Joseph Schumpeter (1982), o progresso econômico depende da diversidade de agentes capazes de empreender novas combinações produtivas, sendo a pluralidade de ideias, práticas e estruturas um insumo essencial à dinâmica de inovação. O apagamento sistemático de empresas inovadoras, ainda que pequenas, restringe os caminhos possíveis para o desenvolvimento tecnológico e consolida a hegemonia de abordagens dominantes, menos abertas à disrupção.

A literatura crítica da economia da inovação reitera que a inovação não é um processo isolado, mas relacional e sistêmico. Conforme aponta o modelo de inovação em rede (Kline; Rosenberg, 1986), os avanços tecnológicos surgem da interação entre múltiplos atores, em ambientes que favorecem a experimentação, a diversidade e a troca de conhecimento. Quando empresas emergentes são sistematicamente absorvidas e descontinuadas, perde-se o elo entre universidades, centros de pesquisa, startups e capital de risco, o que compromete o ecossistema de inovação como um todo.

Esses efeitos são particularmente agudos em setores digitais e financeiros, nos quais as barreiras à entrada são elevadas e a inovação depende de arquiteturas tecnológicas próprias. A formação de conglomerados empresariais, como no caso das aquisições da Bit55 e HubPrepaid¹⁴³ pela

143 “O Magazine Luiza (MGLU3) anunciou nesta segunda-feira (5) que obteve as autorizações do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) e do Banco Central para concluir a aquisição da Hub Fintech por meio da subsidiária Magalu Pagamentos.

Com a aquisição, o Magalu incorpora uma instituição de pagamentos regulada pelo Banco Central e integrada ao Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) e ao Sistema de Pagamentos Instantâneos (PIX).

Magazine Luiza, ou da Easynvest pelo Nubank¹⁴⁴, exemplifica a criação de plataformas multifuncionais que centralizam serviços diversos e dificultam a entrada de novos concorrentes. Como observa o estudo empírico incluído na tese sobre aquisições de *startups* e *fintechs* no Brasil, a análise concorrencial tende a ignorar essas dinâmicas, por adotar uma perspectiva restrita de sobreposição horizontal, sem considerar o impacto sistêmico da perda de diversidade.

A homogeneização mercadológica não implica apenas uma oferta mais pobre ao consumidor, mas afeta também a própria natureza do processo inovador. Ao invés de buscar soluções tecnológicas novas e potencialmente disruptivas, os empreendedores passam a moldar seus projetos conforme as demandas dos incumbentes compradores, visando à aquisição futura como estratégia de monetização. Como observa Mazzucato (2013), esse modelo distorce os incentivos da inovação e reduz seu valor social, pois prioriza a

De acordo com o comunicado enviado ao mercado, além de ser uma das maiores plataformas de Banking as a Service (BaaS) e líder no processamento de cartões pré-pago do país, a Hub Fintech também oferece serviços como cartão de benefícios (alimentação, refeição), adquirência e soluções corporativas para gestão de despesas” (INFOMONEY. Magazine Luiza obtém autorizações do Cade e Banco Central para compra da Hub Fintech. InfoMoney, São Paulo, 5 jul. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/magazine-luiza-obtem-autorizacoes-do-cade-e-banco-central-para-compra-da-hub-fintech/>. Acesso em: 8 maio 2025).

144 “Nubank, maior banco digital independente do mundo, anuncia hoje (11) a aquisição da Easynvest, plataforma líder de investimentos digitais no Brasil com 1,5 milhão de clientes, e assume posição de liderança na categoria investimentos digitais. Por meio dessa aquisição, o banco digital entra com ousadia no mercado de investimentos brasileiro, que teve um crescimento exponencial no último ano: o número de investidores cresceu 76% de dezembro de 2019 a agosto de 2020 e hoje cerca de 3 milhões de pessoas estão investindo no país, segundo a B3.

“Desafiamos o status quo para criar uma nova geração de serviços financeiros na América Latina. Nos últimos sete anos, libertamos cerca de 30 milhões de clientes da complexidade do sistema tradicional por meio de uma plataforma de produtos de serviços financeiros simples e centrados no ser humano”, afirma David Vélez, fundador e CEO do Nubank.

“O atual mercado de investimentos no Brasil está repleto de produtos complexos, caros e cercados de conflitos de interesses. Quanto menos renda e educação financeira um cliente tiver, piores serão suas opções de investimento. Isso cria uma enorme oportunidade de replicar a abordagem do Nubank de trazer simplicidade e eficiência a um mercado complexo e usar tecnologia e foco no cliente para democratizar o acesso a excelentes produtos de serviços financeiros para todos. Na Easynvest, encontramos um parceiro que não apenas compartilha nossos valores culturais e propósito, mas também tem uma forte posição de liderança”, declara Vélez” (NUBANK. Nubank adquire corretora digital Easynvest, plataforma de investimentos líder no Brasil. Building Nubank, São Paulo, 11 set. 2020. Disponível em: <https://building.nubank.com.br/pt-br/nubank-adquire-corretora-digital-easynvest-plataforma-de-investimentos-lider-no-brasil/>. Acesso em: 8 maio 2025).

compatibilidade com o sistema vigente em detrimento da transformação estrutural.

Esse movimento de acomodação empresarial também compromete a cultura organizacional das *startups*, que perdem sua autonomia e criatividade ao serem integradas a estruturas corporativas maiores. A perda de talentos (fuga de cérebros) e a ruptura de redes informais de inovação são efeitos comuns observados após aquisições desse tipo. Em muitos casos, como aponta o relatório da OCDE (2020), os projetos inovadores são descontinuados pouco tempo após a aquisição, seja por decisão estratégica do adquirente, seja pela incompatibilidade entre as culturas empresariais envolvidas.

Ademais, é importante ressaltar que o empobrecimento da diversidade empresarial tem implicações diretas sobre o princípio da livre iniciativa e do pluralismo, consagrados no art. 170 da Constituição Federal. Quando o espaço de ação das empresas inovadoras se limita à eventual aquisição por grupos dominantes, compromete-se a realização concreta da liberdade econômica, reduzindo o mercado a um ambiente oligopolizado em que apenas algumas formas de negócio — aquelas aceitáveis para os incumbentes — são viáveis.

O impacto sistêmico dessas práticas é agravado pela atuação limitada das autoridades antitruste. Como observa a análise crítica sobre o CADE, a maioria das aquisições de *startups* é aprovada sob rito sumário e com base em critérios formais de sobreposição de mercado. Contudo, a ausência de concorrência direta entre adquirente e adquirida não significa ausência de risco concorrencial, sobretudo em mercados onde o poder de portfólio, a integração de dados e os efeitos de rede são determinantes.

Além disso, a redução da diversidade de soluções tecnológicas impacta diretamente a capacidade do mercado de responder a necessidades sociais diversas. Soluções desenvolvidas por *startups* costumam ser mais adaptadas a nichos específicos ou a públicos negligenciados pelas grandes corporações. Ao extinguir essas alternativas, o mercado se torna menos responsivo, menos inclusivo e mais vulnerável a falhas estruturais, como a exclusão digital ou financeira.

Por fim, é necessário considerar que a inovação é também um processo cumulativo e dependente de trajetória. A eliminação de empresas promissoras compromete o aprendizado coletivo do setor, interrompe trajetórias tecnológicas em desenvolvimento e reduz a capacidade do sistema de inovação de produzir avanços contínuos. Como observam Rapini et al. (2021), o enfraquecimento dos sistemas regionais de inovação por meio da concentração de ativos e competências em poucas mãos acarreta um empobrecimento estrutural do país, com repercussões sobre soberania tecnológica e desenvolvimento econômico de longo prazo.

5.2.3. Barreiras à entrada e à expansão de novos concorrentes

Como já dito anteriormente, as aquisições eliminatórias têm desempenhado um papel central na transformação dos mecanismos de exclusão concorrencial nos mercados contemporâneos, particularmente nos setores digitais e financeiros. Ao adquirirem sistematicamente *startups* com potencial inovador, grandes empresas incumbentes não apenas eliminam possíveis rivais, mas também reforçam as barreiras à entrada e impedem a escalada competitiva de novos agentes. Esse fenômeno representa uma mutação no paradigma tradicional de barreiras de mercado, deslocando-se de elementos estruturais — como custos afundados e economias de escala — para barreiras de natureza estratégica, intencionalmente erigidas para dissuadir e neutralizar potenciais ameaças.

Nos mercados digitais, essa dinâmica é ainda mais acentuada. Plataformas dominantes detêm vantagens acumulativas decorrentes dos efeitos de rede, da coleta massiva de dados e da integração de múltiplos serviços. Nesse sentido ressalta o documento da Secretaria de Reformas Econômicas (SRE) do Ministério da Fazenda (2023, p. 7):

“A promoção da concorrência em mercados de plataformas digitais é crucial, mas não trivial: plataformas digitais apresentam características econômicas específicas que afetam significativamente a dinâmica competitiva e a estrutura dos mercados. Tais características incluem efeitos de rede acentuados, estruturação como mercados de múltiplos lados,

coleta e processamento de dados estratégicos e a emergência de ecossistemas digitais. Devido aos acentuados efeitos de rede, à medida em que o número de usuários aumenta, o valor das plataformas digitais também cresce, enquanto seu custo marginal diminui. Isso ocorre porque o valor da plataforma está intrinsecamente ligado às possibilidades de interação que a presença nessa rede propicia. Quanto maior o número de participantes e suas respectivas ofertas, maior será o potencial de interações e, conseqüentemente, maior será o valor da plataforma. A intensidade dos efeitos de rede influencia diretamente os processos de crescimento, consolidação e eventual declínio das plataformas. Altos custos de troca e a dificuldade ou alto custo de utilizar múltiplas plataformas simultaneamente podem intensificar os efeitos de rede e elevar barreiras à entrada. Essa dinâmica pode levar a uma situação de "vencedor leva tudo", dificultando a entrada de novos concorrentes".

Como destacado por Zingales (2018), essas vantagens permitem que as grandes empresas desenvolvam o que se convencionou chamar de *kill zones*¹⁴⁵ — espaços de mercado onde nenhuma nova empresa consegue sobreviver por tempo suficiente para se tornar uma ameaça competitiva. Nesse contexto, a simples expectativa de ser adquirida por um incumbente molda o comportamento das *startups*, e conseqüentemente *fintechs*, fazendo com que estas evitem desenvolver produtos que possam provocar conflito direto com os dominantes.

145 "Há uma preocupação crescente de que plataformas digitais (mercados multifacetados que oferecem serviços digitais aos clientes, muitas vezes gratuitamente) possam ganhar poder de mercado, distorcer a concorrência e desacelerar a inovação. Uma preocupação específica é que tais plataformas possam adquirir concorrentes em potencial, dissuadindo outros de entrar, e, assim, impedindo que a entrada sirva como uma ameaça competitiva que mantém os monopolistas em alerta. Em certo sentido, tais plataformas criam uma "zona de morte" em torno de suas áreas de atividade. Esta não é apenas uma possibilidade teórica. Por exemplo, Albert Wenger, sócio-gerente da Union Square Ventures e um dos primeiros investidores do Twitter, declarou recentemente que a "Zona de Morte é uma coisa real. A escala dessas empresas [plataformas digitais] e seu impacto sobre o que pode ser financiado e o que pode ter sucesso é enorme" (Bajari, Patrick; Nevo, Aviv; Ryan, Stephen. *Firm Entry and Exit and Aggregate Growth*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2020. (NBER Working Paper Series, n. 27146). Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27146/w27146.pdf. Acesso em: 8 maio 2025)

A teoria econômica da concorrência reconhece que as barreiras à entrada não decorrem exclusivamente de fatores naturais ou tecnológicos, mas podem ser estrategicamente construídas por agentes dominantes. Desde os estudos clássicos de Bain (1956) e a formulação moderna de Motta (2004), compreende-se que estratégias como preços predatórios, contratos de exclusividade e, agora, as aquisições eliminatórias, integram o arsenal de práticas de exclusão. Estas últimas se revelam particularmente sofisticadas por atuarem sob a aparência de eficiência e investimento, dificultando sua identificação e contestação pelas autoridades concorrenciais.

Do ponto de vista jurídico, o controle antitruste de atos de concentração tem enfrentado dificuldades em enquadrar adequadamente essas práticas. A análise tradicional, centrada na sobreposição de mercados relevantes, não é suficiente para captar os riscos concorrenciais que emergem da eliminação de concorrentes potenciais ou de capacidades inovadoras futuras.

A doutrina sobre concorrência nascente (*nascent competition*¹⁴⁶) oferece ferramentas teóricas valiosas para compreender essas operações. O conceito parte da premissa de que startups podem não ser concorrentes relevantes no presente, mas representam ameaças futuras com base em sua trajetória tecnológica, crescimento projetado ou capacidade de inovação disruptiva. Como destacam Cunningham, Ederer e Ma (2021), ao adquirir e descontinuar essas *startups*, os incumbentes evitam que o mercado evolua de forma a

146 “Um concorrente emergente é uma empresa cuja inovação potencial representa uma séria ameaça futura a uma empresa estabelecida. A potência da empresa como concorrente ainda não está totalmente desenvolvida e, portanto, não comprovada. Por exemplo, uma nova plataforma online, em rápido crescimento e evolução, é uma concorrente emergente da plataforma atualmente dominante. Uma cura promissora, mas não comprovada, para uma doença representa uma concorrência emergente para uma empresa estabelecida que vende uma terapia que é o padrão atual de atendimento. Rivais emergentes desempenham um papel importante tanto no processo competitivo quanto no processo de inovação. Novas empresas com novas tecnologias podem desafiar e até mesmo substituir empresas existentes; às vezes, a inovação de uma empresa externa não comprovada é a única maneira de introduzir nova concorrência a uma empresa estabelecida. Isso torna o tratamento de concorrentes emergentes fundamental para os objetivos das leis antitruste. Como explicou o Circuito de D.C., “seria prejudicial ao propósito da Lei Sherman permitir aos monopolistas livre rédea solta para esmagar concorrentes nascentes, embora não comprovados, à vontade...” (WU, Tim. *Taking innovation seriously: antitrust enforcement if innovation mattered most*. Columbia Law School Scholarship Archive, [s.l.], 2012. Disponível em: https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3665&context=faculty_scholarship. Acesso em: 8 maio 2025.)

permitir a contestação de seu poder de mercado, consolidando uma posição que se autoalimenta com o tempo.

Como foi ressaltado, a autoridade antitruste adote uma política de notificação obrigatória baseada em critérios de faturamento, diversas operações envolvendo *startups* com alto valor estratégico escapam da análise prévia por não preencherem os critérios legais. Tal lacuna regulatória enfraquece a capacidade do Estado de detectar e prevenir a formação de posições dominantes por meio de aquisições sucessivas, sobretudo em mercados digitais em que os ativos mais valiosos não são receitas, mas sim dados, algoritmos e base de usuários.

Adicionalmente, a exclusão de potenciais concorrentes compromete o próprio funcionamento da concorrência dinâmica, que se baseia na constante substituição de líderes de mercado por novos entrantes mais eficientes ou inovadores. Conforme argumenta Shapiro (2012), em mercados impulsionados por inovação, como o digital, a pressão concorrencial decorre mais da ameaça de entrada do que da rivalidade direta entre *players* estabelecidos. Ao eliminar essa ameaça, as aquisições eliminatórias reduzem o incentivo dos incumbentes à inovação contínua, contribuindo para a estagnação tecnológica.

Outro efeito preocupante diz respeito à escalada competitiva (*scale-up*¹⁴⁷) de startups que já operam no mercado. Mesmo empresas que conseguem superar a fase inicial de desenvolvimento encontram dificuldades para acessar capital, escalar sua operação e competir com os incumbentes. A expectativa de aquisição como única via de monetização torna-se uma armadilha estratégica, pois retira dessas empresas o horizonte de crescimento autônomo. Como explica Mazzucato (2013), quando a inovação é subordinada ao interesse dos grandes conglomerados, sua capacidade transformadora é substituída por uma lógica de acomodação.

147 Scale-up é um termo utilizado para definir empresas que se encontram em alto crescimento e possuem a escalabilidade necessária para manter esse progresso. De acordo com o Manual on Business Demography Statistics, da OCDE e da Eurostat, "alto crescimento" pode ser definido como uma expansão anual de mais de 20%, por 3 anos consecutivos, em organizações com 10 colaboradores ou mais.

Há também impactos indiretos sobre o financiamento da inovação. Fundos de venture capital tendem a avaliar as oportunidades de investimento com base nas possibilidades de aquisição futura. Em mercados onde as aquisições eliminatórias predominam, os investidores priorizam projetos com sinergia com grandes empresas já estabelecidas, em detrimento de inovações radicais ou socialmente orientadas. Isso reduz o escopo da inovação financiável e estreita os horizontes tecnológicos explorados pelo sistema produtivo.

Por fim, é necessário reconhecer que a concentração de capacidades tecnológicas em poucas plataformas compromete a resiliência dos mercados e sua capacidade de responder a choques externos. A diversidade de agentes, modelos de negócio e abordagens tecnológicas é essencial para a robustez do sistema econômico. Ao impedir a entrada de novos concorrentes e ao restringir a escalabilidade de empresas promissoras, as aquisições eliminatórias reduzem a adaptabilidade do mercado, enfraquecem o ecossistema de inovação e agravam as assimetrias de poder entre grandes empresas e os demais agentes econômicos.

5.3. A interação entre aquisições eliminatórias e inovação

A relação entre as aquisições eliminatórias e a inovação é profundamente ambígua e controversa, pois envolve uma tensão estrutural entre, de um lado, os incentivos econômicos à criação de novas tecnologias e, de outro, as estratégias de preservação de poder de mercado por parte dos incumbentes. Em sua forma mais otimista, argumenta-se que a possibilidade de aquisição por grandes empresas constitui um poderoso estímulo à inovação, fornecendo uma via de monetização para startups e seus investidores. No entanto, esse modelo também pode desencadear uma lógica perversa: quando a aquisição substitui a concorrência como destino final da inovação, o dinamismo do mercado é sufocado, e o papel transformador da inovação é esvaziado.

Essa dualidade pode ser analisada à luz do conceito schumpeteriano de “destruição criadora”, segundo o qual o motor do capitalismo reside na

substituição contínua das estruturas existentes por novas combinações produtivas (Schumpeter, 1982). Para que esse processo ocorra, é necessário que as inovações sejam capazes de desafiar os incumbentes, impondo-lhes pressões competitivas. Quando empresas dominantes utilizam aquisições para neutralizar concorrentes em potencial, o ciclo de destruição criadora é interrompido. Em lugar da substituição dos velhos pelo novo, temos a absorção e o silenciamento do novo pelo velho.

Ainda que aquisições possam proporcionar acesso a capital, infraestrutura e canais de distribuição para *startups* e *startups*, os riscos à inovação ocorrem quando o objetivo da operação não é a ampliação da capacidade inovadora, mas sim a supressão de rivalidades futuras. Conforme destaca a OCDE (2020), em muitos casos analisados como possíveis *killer acquisitions*, os projetos mais disruptivos da empresa adquirida foram encerrados ou despriorizados pouco tempo após a conclusão da transação. Trata-se, portanto, de uma estratégia excludente mascarada por uma lógica aparente de investimento.

Além disso, a expectativa generalizada de aquisição afeta a própria natureza das inovações desenvolvidas. Como observa Mazzucato (2013), quando o objetivo da inovação deixa de ser a transformação estrutural e passa a ser a compatibilidade com as estratégias dos grandes grupos, há um empobrecimento dos objetivos do processo inovativo. *Startups* e *fintechs* passam a desenvolver soluções “compráveis”, isto é, produtos e tecnologias que se integram bem às plataformas existentes, mas que não ameaçam seus modelos de negócio. Isso representa uma mudança no vetor da inovação: de disrupção para integração.

Essa distorção impacta negativamente o ambiente institucional dos ecossistemas de inovação. O modelo neoschumpeteriano de sistemas nacionais e locais de inovação, como formulado por autores como Rapini et al. (2021) e Cassiolato e Lastres (2003), parte da premissa de que a inovação depende de interações diversificadas entre empresas, universidades, governo e instituições financeiras. A proliferação de aquisições eliminatórias rompe essas redes, desmobiliza comunidades técnicas e reduz a densidade

institucional dos territórios inovadores, especialmente em países em desenvolvimento.

Outro ponto relevante diz respeito ao papel das aquisições como mecanismo de financiamento da inovação. Muitos investidores de risco estruturam suas decisões com base na perspectiva de *exit* via aquisição. Esse modelo — centrado na lógica do lucro de curto prazo — favorece inovações incrementais, de rápida monetização, e desencoraja projetos de longo prazo e alto risco tecnológico. Como analisam Dosi et al. (1988), a inovação radical requer tempos de maturação longos, experimentação descentralizada e tolerância ao fracasso, condições incompatíveis com a lógica de aquisição precoce.

O problema se agrava em mercados nos quais as plataformas digitais funcionam como “*gatekeepers*” tecnológicos¹⁴⁸, controlando o acesso a infraestruturas essenciais — como sistemas operacionais, marketplaces ou redes sociais. Quando essas plataformas adquirem startups inovadoras que desenvolvem tecnologias complementares ou substitutivas, limitam o surgimento de ecossistemas alternativos. Um exemplo paradigmático é a aquisição do Instagram e WhatsApp pelo Facebook, que foram incorporadas não para integrá-las a um projeto maior de inovação, mas para evitar sua ascensão como concorrentes autônomos (Schoder, 2019).

Sob o ponto de vista jurídico, essa ambiguidade exige uma abordagem regulatória sensível ao contexto e à estrutura dos mercados inovadores. A mera existência de eficiências de curto prazo — como integração tecnológica, ganho de escala ou economia de escopo — não deve obscurecer os danos concorrenciais de longo prazo, sobretudo quando há indícios de supressão de trajetórias inovadoras. Como propõe a OCDE (2020), a incorporação do teste

148 “Gatekeepers são grandes plataformas digitais que fornecem qualquer um de um conjunto predefinido de serviços digitais (“serviços principais da plataforma”), como mecanismos de busca online, lojas de aplicativos e serviços de mensagens. Essas empresas têm: i) uma posição econômica forte, impacto significativo no mercado interno e atividade em vários países da UE; ii) uma forte posição de intermediação, o que significa que eles conectam uma grande base de usuários a um grande número de empresas; e iii) uma posição consolidada e duradoura no mercado, o que significa que sua posição tem sido estável ao longo do tempo” (COMISSÃO EUROPEIA. *Digital Markets Act: ensuring fair and open digital markets*. Disponível em: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/digital-markets-act-ensuring-fair-and-open-digital-markets_en. Acesso em: 8 maio 2025).

de dano esperado (*expected harm test*¹⁴⁹) e a criação de presunções reversíveis em casos envolvendo dominância e inovação poderiam reequilibrar a análise dos atos de concentração.

Além disso, é fundamental distinguir entre aquisições complementares — que ampliam a fronteira tecnológica das empresas — e aquisições eliminatórias — cujo principal efeito é a exclusão de alternativas. Essa distinção requer instrumentos analíticos específicos, como a análise contrafactual de trajetórias de inovação, indicadores de risco de descontinuidade tecnológica, e o exame de documentos internos das empresas compradoras (OCDE, 2020; Cunningham et al., 2021). Trata-se de um novo paradigma de análise concorrencial, orientado não apenas para o preço e a qualidade, mas também para a preservação da competição dinâmica.

Por fim, a interação entre aquisições eliminatórias e inovação deve ser compreendida também à luz de sua dimensão política e institucional. A concentração de ativos tecnológicos, patentes e dados em poucas empresas cria assimetrias de poder que transcendem o plano econômico, afetando a soberania digital, a autonomia regulatória e a capacidade de os Estados fomentarem políticas públicas de inovação. Em última instância, a regulação eficaz das aquisições eliminatórias é condição necessária para garantir que a

149 Embora a revisão Furman não tenha recomendado a criação de uma presunção refutável, recomendou uma mudança no teste de fusão. Em particular, recomendou que houvesse uma mudança do teste de "equilíbrio de probabilidades" para o que chamou de "abordagem de equilíbrio de danos" ou "teste de valor esperado". Tal abordagem também é proposta no relatório Stigler e recebeu apoio de Crémer, Pecman et al (2020) e Motta & Peitz (2020), entre outros. O teste de equilíbrio de probabilidades atualmente utilizado para implementar o teste de fusão exige que as agências tenham a expectativa de que a empresa nascente tenha probabilidade de sucesso como negócio (caso contrário, nenhuma restrição pode ser considerada perdida). Em contrapartida, uma abordagem mais econômica, como um teste de dano esperado, consideraria não apenas a probabilidade de ocorrência de dano, mas também a provável escala dos efeitos anticompetitivos caso o dano ocorresse. Essa abordagem, portanto, diferiria na medida em que levaria à intervenção em circunstâncias onde o risco de dano é menor, mas a escala do dano é alta e, portanto, o valor esperado do dano é alto (probabilidade de dano multiplicada pela magnitude do dano).

(...)

Isso não significa ignorar as dificuldades na implementação de tal teste, mas sim reconhecer que mesmo trabalhos difíceis devem ser realizados. Por exemplo, apesar de ser sistematicamente tendencioso a favor da subexecução, argumenta-se que o teste de equilíbrio de probabilidades é mais claro e previsível do que um teste de dano esperado" (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). *Start-ups, killer acquisitions and merger control*. Paris: OECD Publishing, 2020. Disponível em: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2020/05/start-ups-killer-acquisitions-and-merger-control_201583e4/dac52a99-en.pdf. Acesso em: 8 maio 2025.)

inovação permaneça um instrumento de progresso social e econômico, e não apenas uma ferramenta de expansão monopolista.

5.3.1. Incentivos à inovação e os efeitos das aquisições eliminatórias

A dinâmica concorrencial dos mercados digitais contemporâneos é profundamente influenciada pela interação entre agentes incumbentes¹⁵⁰ e *startups* inovadoras. No contexto das *fintechs*, observa-se um fenômeno crescente em que empresas estabelecidas realizam aquisições estratégicas de entrantes ainda em estágio nascente com o objetivo, implícito ou explícito, de eliminar competidores potenciais. Tais práticas afetam negativamente os incentivos à inovação ao deslocarem a lógica da competição por mercados para a competição por aquisições.

De acordo com Hemphill e Wu (2020), competidores nascituros são caracterizados como aquelas firmas [leia-se: empresas] cuja inovação prospectiva representa uma ameaça concreta a uma firma dominante. A eliminação desses agentes por meio de aquisições pode representar uma manutenção abusiva de monopólio, mesmo quando a relevância econômica atual da *startup* é limitada. Para os autores, "a proteção à concorrência nascente é uma missão crítica da política antitruste" (Hemphill; Wu, 2020, p. 1880), pois é exatamente esse segmento que representa o maior potencial disruptivo do sistema.

Tal dinâmica compromete o financiamento de *startups* por *venture capital*¹⁵¹, uma vez que reduz as perspectivas de retorno independente

150 Empresas estabelecidas são empresas já estabelecidas em cada mercado ou setor. Elas podem ter a vantagem de terem construído uma base fiel de clientes e também alcançado economias de escala internas, de modo que seus custos médios sejam menores do que os de um fornecedor ou marca rival/desafiante (TUTOR2U. *Incumbent firms*. Disponível em: <https://www.tutor2u.net/economics/topics/incumbent-firms>. Acesso em: 9 maio 2025).

151 No entanto, nesta fase, receber valores maiores a título de investimento passa a ser relativamente mais fácil, uma vez que a *startup* já está organizada, apresenta estrutura definida, produtos ou serviços a serem ofertados à população, possui clientes e consequentemente apresentará rendimentos, ou seja, os investimentos realizados aqui apresentam menos riscos do que quando a *startup* é apenas uma ideia a ser desenvolvida e que não se sabe se conseguirá suportar as dificuldades iniciais, que se farão presentes durante sua evolução. (...) O padrão citado acima se encaixa bem aos requisitos para que o empreendimento receba investimentos da modalidade *venture capital*. Neste sentido, PIMENTA e LANA (2020, p. 63) afirmam que a *startup* precisa ser um negócio desenvolvido, detentora de clientes, escalável e viável para que recebam investimentos na modalidade analisada. Os

(Kameplali; Ranjan; Zingales). Essa constatação é corroborada empiricamente por análises de séries temporais nos Estados Unidos e na Europa, que indicam queda no volume de investimentos em determinados nichos após aquisições significativas por parte de incumbentes¹⁵².

Diversas autoridades e acadêmicos vêm alertando para a inadequação dos modelos tradicionais de análise de concentrações frente à realidade dos mercados digitais, especialmente quanto à identificação de riscos à inovação e à concorrência potencial. No contexto internacional, observa-se um movimento de amadurecimento institucional voltado à revisão dos critérios e metodologias aplicados. Um exemplo notável está nas práticas da Autoridade de Concorrência e Mercados do Reino Unido (CMA), que, em sua análise do caso *Google/Looker*, adotou critérios prospectivos relacionados à capacidade da adquirida de se tornar concorrente efetiva, mesmo diante de sua participação

autores ainda completam que “há foco nas empresas que já tenham modelo de negócio comprovado. Revela-se a etapa onde a participação do empreendedor já está bem diluída” (2020, p. 63) (Barbosa, Eduardo Henrique de Oliveira; Pimenta, Eduardo Goulart. *Mitigação dos riscos de investimentos em startups*. Belo Horizonte: Expert Editora, 2022. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2022/05/Mitigacao-dos-riscos-de-investimentos-em-startups.pdf>. Acesso em: 9 maio 2025. Expert Editora Digital+1 Scribd+1).

152 Os possíveis efeitos adversos da aquisição de plataformas tradicionais sobre a inovação e a entrada talvez também possam ser extraídos do histórico das plataformas digitais nos Estados Unidos, China e UE. A UE, que possui um mercado tão grande quanto o dos Estados Unidos, não produziu seus próprios gigantes nacionais. Em contraste, a China, que bloqueou a aquisição e a entrada de plataformas estrangeiras, criou um ecossistema de plataformas (de Ali Babá a Baidu e Tencent) que rivalizava com as dos Estados Unidos. Uma possível explicação, consistente com nosso modelo, é que os entrantes da UE tiveram que competir desde o início com os EUA, que construíram extensas redes na Europa desde o início. Em contrapartida, os entrantes chineses não tiveram o mesmo problema. É claro que o governo chinês tentou recentemente limitar a expansão de grandes plataformas tradicionais. Resta saber se isso criará espaço para novos entrantes. No futuro, a Índia poderá ser um campo de testes interessante. Inicialmente, a Índia havia permitido a entrada relativamente livre de plataformas estrangeiras. Recentemente, no entanto, introduziu um novo conjunto de regras que limitam os mercados estrangeiros dominantes, Amazon e Flipkart (de propriedade do Walmart), com a intenção de criar mais incentivos para os entrantes nacionais. Sua recente proibição de uma variedade de plataformas chinesas dominantes, como o TikTok da ByteDance, parece ter levado várias startups nacionais a atrair investimentos. Só o tempo dirá se essa abordagem será bem-sucedida no crescimento de campeãs nacionais. O argumento acima nada mais é do que uma variante do argumento padrão para a proteção de indústrias “nascentes” proposto por Alexander Hamilton e desenvolvido por Friedrich List. As externalidades de rede apenas tornam o caso muito mais forte. Além disso, nosso modelo sugere que o argumento da proteção de indústrias “nascentes” pode ser usado não apenas em novas indústrias, mas também em indústrias desenvolvidas, como a indústria de software nos Estados Unidos. É claro que todas as ressalvas tradicionais associadas ao argumento da indústria nascente ainda se aplicam aqui (KAMEPALLI, Sai Krishna; RAJAN, Raghuram; ZINGALES, Luigi. *Kill Zone*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2020. (NBER Working Paper No. 27146). Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27146/w27146.pdf. Acesso em: 9 maio 2025).

reduzida de mercado¹⁵³. Tal abordagem visa proteger a concorrência dinâmica e os incentivos à inovação, reconhecendo que o valor estratégico de uma empresa pode não se refletir em métricas financeiras imediatas.

No plano acadêmico, autores como Shapiro (2019) e Motta e Polo (2021) advogam por uma redefinição da racionalidade concorrencial em mercados de inovação. Argumentam que é necessário considerar o potencial competitivo futuro das firmas adquiridas e os impactos cumulativos dessas operações sobre a diversidade tecnológica e a estrutura de mercado. Segundo Shapiro, "a análise de fusões deve incorporar uma avaliação mais refinada da trajetória inovadora das partes envolvidas, inclusive com base em dados qualitativos, como patentes, equipes fundadoras e trajetórias de financiamento" (Shapiro, 2019, p. 15).

Esses avanços metodológicos reforçam a urgência de uma abordagem mais responsiva por parte das autoridades concorrenciais, apta a capturar não apenas a realidade estática das empresas, mas sua contribuição potencial para o dinamismo do mercado. Tal perspectiva é ainda incipiente no Brasil, mas começa a ganhar corpo em decisões recentes do CADE, que passam a incorporar indícios comportamentais e de trajetória tecnológica nas análises de atos de concentração. A experiência da Alemanha, em especial após a reforma de 2017, oferece um exemplo relevante de *enforcement* voltado à inovação¹⁵⁴.

153 A CMA contatou clientes e concorrentes das Partes. Alguns clientes levantaram preocupações quanto à possibilidade de o Google reduzir a interoperabilidade do Looker com produtos fora do ecossistema do Google (por exemplo, data warehouses concorrentes). Da mesma forma, alguns concorrentes também levantaram preocupações quanto à capacidade do Google de alavancar sua posição de mercado em publicidade online para limitar o acesso, deteriorar a qualidade ou cobrar mais dos clientes pelo acesso às fontes de dados geradas pelo Google. Comentários de terceiros foram levados em consideração, quando apropriado, na avaliação concorrencial acima (UNITED KINGDOM. Competition and Markets Authority. *Completed acquisition by Google LLC of Looker Data Sciences, Inc.: decision on relevant merger situation and substantial lessening of competition*. London: CMA, 2020. Disponível em: https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5e6f8119e90e070ac9b21395/Google_Looker_decision-.pdf. Acesso em: 9 maio 2025.GOV.UK+6GOV.UK+6GOV.UK+6 ,p. 65)

154 "O Parlamento alemão aprovou, em 9 de março de 2017, a 9ª reforma da lei antitruste alemã. A segunda câmara legislativa, que representa os estados federados, ainda precisa dar seu consentimento. A reforma abrange uma série de alterações e novidades, entre elas: a implementação da diretiva europeia sobre danos ao ordenamento jurídico alemão; um novo critério de notificação de atos de concentração baseado no valor da transação; regras procedimentais para agilizar o processo de autorização ministerial de fusões; disposições sobre a definição de mercado e o conceito de poder de mercado na era digital; o fechamento de lacunas quanto à responsabilidade por multas em casos de sucessão legal (a chamada "lacuna da salsicha"); novos poderes limitados para o Escritório Federal de Concorrência (FCO) na

O caso do Facebook/WhatsApp ilustra a preocupação com aquisições de empresas que, embora com baixa receita, detinham ativos intangíveis estratégicos como base de usuários e capacidade tecnológica. Da mesma forma, o Reino Unido, por meio da *Competition and Markets Authority* (CMA), tem adotado uma postura mais assertiva na análise de aquisições envolvendo plataformas digitais, destacando o papel da inovação potencial como fator decisivo para intervenção.

Dessa forma, as aquisições eliminatórias impõem um risco sistêmico à inovação autônoma, à pluralidade de soluções tecnológicas e à eficiência dinâmica dos mercados. A reorientação da análise concorrencial é, portanto, imperiosa, exigindo a incorporação de critérios prospectivos e a valorização de abordagens sensíveis à inovação, como propõem autores como Petit (2019) e Katz (2021), que advogam por uma reformulação teórica do papel das autoridades antitruste frente aos mercados digitais.

5.3.2. O paradoxo da aquisição de fintechs por incumbentes

A aquisição de *fintechs* por bancos e outras instituições financeiras consolidadas representa um fenômeno ambíguo do ponto de vista concorrencial. De um lado, essas operações podem permitir a incorporação de soluções tecnológicas eficientes ao sistema financeiro tradicional, promovendo ganhos de escala, de escopo e de qualidade dos serviços. De outro, podem configurar estratégias defensivas de neutralização de concorrentes potenciais.

A literatura especializada tem apontado para esse paradoxo com crescente atenção. Segundo Hemphill e Wu (2020), o tratamento da concorrência nascente é um dos desafios mais críticos para o antitruste contemporâneo. Isso porque muitas dessas e, empresa incipientes e tecnológicas ainda sem participação expressiva de mercado, possuem modelos de negócio e tecnologias com potencial disruptivo. Ao serem adquiridas, deixam de pressionar as incumbentes a inovar. A perda dessa concorrência

área de proteção ao consumidor; e uma isenção da proibição de cartel para certos tipos de cooperação entre editoras de imprensa. Silke Heinz é citada na *Global Competition Review* a respeito do novo critério de notificação de atos de concentração” (HEINZ, Silke. *German parliament adopts antitrust law reform*. Heinz & Zagrosek, 2017. Disponível em: <https://hz-partner.com/german-parliament-adopts-antitrust-law-reform/>. Acesso em: 9 maio 2025).

potencial compromete a eficácia da pressão competitiva que estimularia respostas inovadoras das firmas [leia-se: empresas] estabelecidas.

Estudo da OCDE (2020) destaca que a efetividade da concorrência depende não apenas da estrutura atual dos mercados, mas da possibilidade de entrada futura de novos competidores. Nesse sentido, aquisições de *fintechs* por bancos devem ser avaliadas não apenas sob o prisma de eficiências imediatas, mas considerando também a perda de pressão concorrencial prospectiva. A abordagem exclusivamente estrutural da concorrência, voltada à mensuração de quotas de mercado, é insuficiente diante da lógica dinâmica que rege os mercados digitais e financeiros.

Relatório do CADE (2022) reforça essa perspectiva ao indicar que, nos mercados digitais, é comum que *startups* sejam adquiridas ainda antes de gerar receitas relevantes, justamente por representarem ameaça futura. Essa prática compromete a diversificação do mercado e favorece a consolidação de ecossistemas fechados, baseados na integração vertical e na captura de dados. A concentração de funcionalidades dentro de plataformas já dominantes limita o surgimento de novos modelos de negócio e induz um efeito de *lock-in*¹⁵⁵ em consumidores e provedores de serviços. Nesse sentido assevera o CADE (2020, p. 20)

“O relatório defende que autoridades antitruste foquem sua análise nas evidências de poder de mercado, teorias de dano à concorrência ou identificação de estratégias anticompetitivas; e menos na definição de mercados relevantes propriamente ditos. Não obstante, o relatório também indica que quando empresas competem para atrair consumidores exclusivamente ao seu ecossistema (isso é, não há *multi-homing* relevante), mostra-se importante analisar estes mercados em separado. Também deve-se analisar em detalhe as dinâmicas competitivas de mercados secundários (*aftermarkets*), dada a existência de *lock-in* dos consumidores.”

155 O efeito *Lock-in* é uma estratégia de negócios que se baseia em dificultar – ou até mesmo impossibilitar – que seus clientes migrem para a concorrência. Seja por meio de contratos ultra-longos, taxas de cancelamento muito elevadas ou dificultando a migração dos dados, essas estratégias visam atingir altos índices de retenção de clientes ao mantê-los presos aos seus produtos (VIDAL, Jean. O que é efeito *Lock-in* e por que as empresas precisam ter cuidado com ele. SaaStisfeito, 22 abr. 2023. Disponível em: <https://saastisfeito.com.br/o-que-e-efeito-lock-in/>. Acesso em: 9 maio 2025).

Além disso, aquisições realizadas por incumbentes frequentemente resultam em reconfiguração estratégica das empresas adquiridas, alterando significativamente seu direcionamento inovador. O que eventualmente ocorre nos setores de tecnologia e mídia demonstrou, após a aquisição, é que muitas *startups* abandonam suas linhas de produtos originais, reorientando seu foco para projetos alinhados com os interesses do grupo econômico controlador. Isso evidencia que a motivação da operação pode não ser apenas a integração de capacidades complementares, mas também a supressão de modelos de negócio concorrenciais. A esse respeito, a aquisição da startup britânica DeepMind¹⁵⁶ pelo Google foi objeto de controvérsia na literatura, uma vez que suas pesquisas originais em inteligência artificial autônoma passaram a ser gradualmente incorporadas em finalidades específicas para o conglomerado, sem a manutenção de sua missão fundacional de pesquisa aberta e independente (Brynjolfsson et al., 2020).

Como observa Valério (2020), a incorporação de tecnologias inovadoras pode ampliar a eficiência dos serviços financeiros, mas também pode gerar efeitos de *lock-in* e dependência tecnológica, além de elevar barreiras à entrada. O acesso privilegiado a dados, a integração vertical e o domínio da infraestrutura tecnológica criam um ambiente hostil à competição de base.

Ademais, como adverte o documento "*Startups, Killer Acquisitions and Merger Control*" (OCDE, 2020), é preciso considerar o comportamento estratégico das incumbentes, que podem adquirir *fintechs* não para integrá-las

156 "O Google fez uma de suas maiores aquisições europeias até o momento com um acordo para comprar a DeepMind Technologies, uma empresa de inteligência artificial com sede em Londres especializada em aprendizado de máquina, algoritmos avançados e neurociência de sistemas. O Guardian entende que o Google pagou £ 400 milhões (US \$ 650 milhões) pela DeepMind, que desenvolve tecnologias para comércio eletrônico e jogos, e demonstrou sistemas de computador capazes de jogar jogos de computador. O objetivo é desenvolver computadores que pensem como humanos. A startup de inteligência artificial de dois anos foi fundada pelo ex-prodígio do xadrez infantil e neurocientista Demis Hassabis, ao lado de Shane Legg e Mustafa Suleyman. A DeepMind teria competido com o Google e outras grandes empresas de inteligência artificial por talentos e o presidente-executivo do Google, Larry Page, teria liderado o negócio. O Facebook supostamente não conseguiu adquirir a DeepMind em dezembro de 2012, de acordo com a Forbes. Parte do acordo de aquisição viu o Google estabelecer um conselho de ética de inteligência artificial para garantir que a tecnologia não seja abusada, de acordo com fontes que conversaram com o The Information" (GIBBS, Samuel. Google buys UK artificial intelligence startup DeepMind for £400m. The Guardian, 27 jan. 2014. Disponível em: <https://www.theguardian.com/technology/2014/jan/27/google-acquires-uk-artificial-intelligence-startup-deepmind>. Acesso em: 9 maio 2025).

plenamente, mas para descontinuar produtos concorrentes ou assimilar tecnologias de forma a neutralizar a ameaça. Trata-se de uma forma de preempção que compromete a alocação eficiente de recursos e perpetua estruturas oligopolizadas sob o pretexto da inovação.

Casos recentes ilustram esse dilema. A aquisição da *Plaid* pela Visa¹⁵⁷, nos Estados Unidos, suscitou preocupações concorrenciais pelo Departamento de Justiça, que moveu ação para bloquear a operação¹⁵⁸. A alegação era de que a Visa buscava eliminar uma ameaça incipiente ao seu monopólio em pagamentos online. A operação foi cancelada após pressão regulatória, evidenciando a importância de intervenções oportunas para preservar a rivalidade futura¹⁵⁹.

157 "A rede de pagamentos eletrônicos Visa anunciou um acordo para comprar a fintech Plaid, rede que facilita o acesso e o compartilhamento de dados financeiros dos clientes, por US\$ 5,3 bilhões. Segundo a Visa, as soluções da Plaid permitem que os consumidores compartilhem informações financeiras com milhares de aplicativos e serviços, como Acorns, Betterment, Chime, Transferwise e Venmo. A Plaid é líder em ferramenta de conectividade em grande escala. "Hoje, uma em cada quatro pessoas com uma conta bancária nos Estados Unidos usou o Plaid para se conectar a mais de 2,6 mil aplicativos de fintechs em mais de 11 mil instituições financeiras", disse a Visa, em comunicado (...) "Primeiro, os negócios centrados em fintechs da Plaid abrem novas oportunidades de mercado para a Visa nos EUA e internacionalmente. Em segundo lugar, a combinação de Visa e Plaid possibilita a oportunidade de oferecer recursos avançados de pagamento e serviços de valor agregado relacionados aos desenvolvedores de fintechs. Por fim, a aquisição permitirá que a Visa trabalhe ainda mais próxima com as fintechs em todas as etapas de seus desenvolvimentos e impulsionará o crescimento do negócio principal da Visa", acrescentou" (VISA compra fintech Plaid por US\$ 5,3 bilhões. G1, 14 jan. 2020. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/01/14/visa-compra-fintech-plaid-por-us-53-bilhoes.ghtml>. Acesso em: 9 maio 2025).

158 "O Departamento de Justiça (DoJ) dos Estados Unidos está entrando com uma ação contra a Visa pela aquisição da Plaid, que o DoJ argumenta ser uma jogada ilegal para obter monopólio. De acordo com uma denúncia apresentada pelo DoJ na quinta-feira: "A Visa pretende comprar a Plaid - como disse seu CEO - como uma 'apólice de seguro' para neutralizar uma 'ameaça ao nosso importante negócio de débito nos Estados Unidos'. Ao adquirir a Plaid, a Visa eliminaria uma ameaça competitiva nascente que provavelmente resultaria em economias substanciais e serviços de débito online mais inovadores para comerciantes e consumidores" (Pirus, Benjamin. Departamento de Justiça abre processo antitruste contra aquisição da Plaid pela Visa. Cointelegraph Brasil, 6 nov. 2020. Disponível em: <https://br.cointelegraph.com/news/justice-department-files-antitrust-lawsuit-against-visa-s-acquisition-of-plaid>. Acesso em: 9 maio 2025).

159 O departamento entrou com uma ação civil antitruste em 5 de novembro de 2020 para impedir a fusão, alegando que a Visa é monopolista em débito online, cobrando de consumidores e comerciantes bilhões de dólares em taxas a cada ano para processar pagamentos online. A Plaid, uma fintech de sucesso, está desenvolvendo uma plataforma de pagamentos que desafiaria o monopólio da Visa. De acordo com a denúncia, a transação teria permitido à Visa eliminar essa ameaça competitiva ao seu negócio de débito online antes que a Plaid tivesse a chance de ter sucesso, aumentando ou mantendo seu monopólio. O caso foi agendado para julgamento no Tribunal Distrital dos EUA para o Distrito Norte da Califórnia em 28 de junho de 2021. Como resultado da decisão da Visa e da Plaid de rescindir seu acordo de fusão, os Estados Unidos entraram com uma Estipulação Conjunta de Demissão. "Em uma vitória para os consumidores e pequenas empresas americanas, a Visa abandonou seus esforços para adquirir um concorrente inovador e nascente", disse o procurador-geral adjunto Makan Delrahim, da Divisão Antitruste do

Ainda na esteira de cases nupérrimos, há o caso envolvendo a aquisição do Instagram pela Meta, grupo empresarial de Mark Zuckerberg. Do presente caso, é possível extrairmos uma correlação entre as killers acquisitions e a a teoria da firma de Ronald Coase.

A teoria da firma de Ronald Coase, apresentada em seu clássico artigo “*The Nature of the Firm*” (1937), procura explicar por que as empresas existem e crescem, mesmo quando poderiam operar por meio de contratos no mercado. Coase argumenta que a internalização de atividades se justifica pela redução dos chamados custos de transação – ou seja, custos relacionados à busca por informações, à negociação, à fiscalização e à execução de contratos com terceiros. Quando tais custos superam os custos internos de organizar uma atividade dentro da estrutura da empresa, a internalização torna-se economicamente racional. Assim, sob essa ótica, a decisão de adquirir outra empresa pode ser compreendida como uma escolha estratégica voltada à maximização da eficiência produtiva e à mitigação das incertezas de mercado.

Essa perspectiva coasiana fornece uma base teórica robusta para interpretar o crescimento horizontal ou vertical das empresas, especialmente em setores intensivos em tecnologia e inovação, onde a rapidez na adaptação às mudanças pode representar vantagem competitiva decisiva. Ao adquirir uma

Departamento de Justiça. "Consumidores e empresários americanos dependem da internet para comprar e vender bens e serviços, e a Visa – que tem imenso poder em débito online nos Estados Unidos – extraiu bilhões de dólares dessas transações. Agora que a Visa abandonou sua fusão anticompetitiva, a Plaid e outros futuros inovadores de fintech estão livres para desenvolver alternativas potenciais aos serviços de débito online da Visa. Com mais concorrência, os consumidores podem esperar preços mais baixos e melhores serviços." O procurador-geral adjunto Delrahim continuou: "O departamento é grato pela equipe de funcionários públicos, advogados e economistas dedicados, que revisaram cuidadosamente essa fusão e prosseguiram com o litígio, em última análise, construindo um caso de que a fusão extinguiria um concorrente nascente, consolidaria ainda mais o domínio da Visa no mercado de débito online e prejudicaria os consumidores. Seus esforços diligentes para processar este caso convenceram as partes a abandonar o acordo em vez de nos enfrentar no tribunal. Desejamos a ambas as empresas tudo de bom enquanto inovam e trabalham para fornecer seus produtos aos consumidores americanos." A Visa Inc. é uma corporação de Delaware com sede em Foster City, Califórnia. A Visa é uma empresa global de pagamentos que opera a maior rede de débitos dos Estados Unidos. As receitas da Visa em 2019 foram de aproximadamente US\$ 23 bilhões. A Plaid Inc. é uma corporação de Delaware com sede em San Francisco, Califórnia. A Plaid é uma empresa de serviços financeiros que opera a principal plataforma de agregação de dados financeiros nos Estados Unidos. Em 2019, a Plaid faturou aproximadamente US\$ 100 milhões em receitas" (UNITED STATES. Department of Justice. Visa and Plaid Abandon Merger After Antitrust Division's Suit to Block. Washington, D.C., 12 jan. 2021. Disponível em: <https://www.justice.gov/archives/opa/pr/visa-and-plaid-abandon-merger-after-antitrust-division-s-suit-block>. Acesso em: 9 maio 2025).

firma [leia-se: empresa] que detenha tecnologia, talento ou ativos estratégicos, uma empresa pode evitar os custos e os riscos associados ao desenvolvimento interno, acelerando sua capacidade de resposta frente à dinâmica do mercado. A eficiência, nesse caso, não se limita à alocação de recursos no presente, mas também à otimização das decisões no tempo, à medida que se evita a perda de oportunidades decorrentes de inércia organizacional ou barreiras de entrada tecnológicas.

No entanto, quando essa lógica é transposta para o campo da defesa da concorrência, a análise adquire contornos mais complexos. As premissas de eficiência e racionalidade econômica, embora relevantes, não podem ser tomadas como justificativas absolutas para todas as operações de concentração empresarial. O simples fato de uma aquisição reduzir custos de transação ou acelerar a inovação não é, *per se*, suficiente para afastar eventuais preocupações concorrenciais. Isso porque o Direito Concorrencial opera com outras categorias analíticas, voltadas à preservação da estrutura de mercado, à garantia do processo competitivo e à proteção da inovação como valor difuso e coletivo.

Nesse sentido, os rumores do julgamento que se aproxima nos Estados Unidos, no qual Mark Zuckerberg teria afirmado que a aquisição do Instagram foi motivada pelo fato de o aplicativo possuir uma câmera superior à do Facebook na época¹⁶⁰, são ilustrativos das tensões entre a racionalidade econômica da firma e os imperativos regulatórios do antitruste. À primeira vista, tal justificativa reforça a narrativa de que a operação visava a obtenção de sinergias tecnológicas e a superação de deficiências internas do Facebook, o que estaria perfeitamente alinhado com os fundamentos da teoria coasiana. A integração do Instagram ao ecossistema da Meta, nesse cenário, seria interpretada como uma medida racional para mitigar falhas internas de desenvolvimento e acompanhar a transformação digital em curso.

160 JULGAMENTO da Meta: Zuckerberg afirma que comprou Instagram porque tinha 'câmera melhor'. CBN, 15 abr. 2025. Disponível em: <https://cbn.globo.com/mundo/noticia/2025/04/15/julgamento-da-meta-zuckerberg-afirma-que-comprou-instagram-porque-tinha-camera-melhor.ghtml>. Acesso em: 9 maio 2025.

Contudo, essa explicação demanda uma análise crítica mais abrangente, especialmente sob a lente do Direito da Concorrência. Embora seja possível – e até provável – que a aquisição tenha trazido ganhos de eficiência para a Meta, é fundamental perquirir se tais ganhos foram o real motivo da operação ou apenas uma consequência incidental de uma estratégia mais ampla. A racionalidade econômica não exclui, por si, a possibilidade de objetivos concorrenciais mais amplos, como a ocupação de espaço estratégico no mercado, a ampliação de barreiras à entrada para novos rivais ou o controle de fluxos informacionais e comportamentais dos usuários.

A fronteira entre uma estratégia legítima de crescimento empresarial e uma conduta de supressão da concorrência é tênue, e, como advertiu Paracelso, “a diferença entre o remédio e o veneno está na dose”¹⁶¹. No campo antitruste, essa “dose” é medida a partir de indícios objetivos e subjetivos que indiquem se houve intenção deliberada de comprometer o ambiente competitivo. Tais elementos podem incluir comunicações internas que revelem motivações ocultas, práticas posteriores de exclusão de concorrentes, ou mesmo a estagnação do desenvolvimento de produtos concorrentes ao que foi adquirido. A complexidade dessa avaliação exige das autoridades antitruste uma abordagem sofisticada, que considere não apenas os efeitos estáticos da operação, mas também seus impactos dinâmicos sobre o mercado e a inovação.

No caso específico da Meta, a linha entre ganho de eficiência e supressão da concorrência torna-se ainda mais opaca quando se considera o contexto da aquisição do Instagram. Ainda que a empresa adquirida fosse considerada nascente à época, ela já demonstrava tração significativa entre os usuários e um modelo de engajamento com potencial disruptivo. A alegação de que foi adquirida por possuir uma “melhor câmera” pode, sob uma leitura técnica, estar correta. No entanto, tal argumento não exime a operação de uma análise mais profunda sobre sua intencionalidade econômica e seus reflexos sobre a estrutura do mercado de redes sociais. A “eliminação” de um *player* promissor, ainda que com justificativas tecnológicas, pode mascarar uma

161 Paracelso. Opera omnia. Trad. de Luesma-Uranga. Buenos Aires, Editorial Kier, 1945.

manobra destinada à consolidação de poder de mercado de maneira anticoncorrencial.

Portanto, embora a teoria de Coase continue sendo uma ferramenta analítica poderosa para compreender o comportamento estratégico das firmas, ela não pode ser manejada como um escudo absoluto contra preocupações regulatórias. A atuação do Estado, por meio das autoridades concorrenciais, deve ser orientada por critérios que permitam distinguir entre estratégias de integração voltadas ao ganho legítimo de eficiência e aquelas que, sob aparente racionalidade econômica, escondem práticas de dominação de mercado. O caso da Meta, nesse sentido, oferece uma ilustração eloquente da necessidade de uma abordagem multidimensional da análise concorrential, especialmente no contexto da economia digital, onde o poder de mercado se exerce não apenas por preços e volumes, mas também por dados, redes e controle de acesso à inovação (Luz, 2025)¹⁶².

Dessa forma, a análise de tais operações exige uma abordagem mais sofisticada, que combine aspectos estruturais, comportamentais e dinâmicos. A adoção de ferramentas prospectivas, como a análise contrafactual e a presunção de dano, são caminhos possíveis para mitigar o risco de eliminação da concorrência futura. A literatura econômica contemporânea, representada por autores como Motta e Polo (2021), reforça a necessidade de revisar os padrões de prova adotados pelas autoridades concorrenciais frente a operações envolvendo ativos inovadores e empresas em fase pré-competitiva.

5.3.3. Consequências para o progresso tecnológico e a diversificação do mercado

As consequências das aquisições eliminatórias e da incorporação sistemática de *fintechs* por incumbentes vão além da esfera concorrential imediata, projetando efeitos sobre o progresso tecnológico, a diversidade de soluções no mercado e o desenvolvimento econômico em sentido amplo. Tais

162 LUZ, Gabriel Gomes da. Teoria da firma de Coase e o caso Meta: Aspectos concorrenciais. *Migalhas*, 24 abr. 2025. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/428825/teoria-da-firma-de-coase-e-o-caso-meta-aspectos-concorrenciais>. Acesso em: 9 maio 2025.

efeitos se manifestam tanto em indicadores setoriais, como em métricas de produtividade agregada, evidenciando uma correlação entre concentração de mercado e declínio nos investimentos em inovação autônoma.

No plano tecnológico, tais práticas podem gerar um apagão de inovação, ao limitar a concorrência por diferenciação e o surgimento de soluções disruptivas. Dados de mercado norte-americano compilados por Cunningham et al. (2021) revelam que setores sujeitos a aquisições frequentes por incumbentes apresentam queda sistemática no número de patentes registradas por entrantes nos anos subsequentes. Essa tendência reflete o desincentivo à inovação radical quando a expectativa de aquisição torna-se o principal mecanismo de saída.

Como destaca a OCDE (2020), é preciso reconhecer que nem todas as inovações emergem de grandes firmas [leia-se: empresas]; muitas delas são frutos de ambientes experimentais, de pequenas equipes e de modelos de negócio alternativos. A eliminação desses núcleos inovadores compromete a evolução tecnológica em setores chave. No contexto financeiro, a captura de *fintechs* por conglomerados bancários pode resultar no engessamento de produtos, no abandono de projetos voltados à inclusão digital e no retrocesso em iniciativas de bancarização por canais alternativos, além da descontinuação da inclusão financeira no mercado¹⁶³.

Do ponto de vista da diversificação de mercado, a consolidação por meio de aquisições reduz a heterogeneidade de soluções, modelos e abordagens. A absorção de *fintechs* por grandes bancos pode resultar na padronização de serviços, limitando a personalização e à inclusão financeira de nichos. Conforme argumenta o CADE (2022), essa homogeneização tem impactos regressivos, ao reduzir a competição por qualidade e por foco em públicos específicos. Empiricamente, observa-se que, após aquisições, há redução de variedade de produtos oferecidos por instituições bancárias tecnológicas, bem como um alinhamento de suas estratégias às metas do grupo econômico dominante.

163 Vide 3.1. “Origens e evolução das fintechs”.

Ademais, a concentração de dados em ecossistemas digitais integrados acentua o poder de mercado de poucos agentes e reduz as possibilidades de entrada de novos concorrentes. Nesse sentido, assevera o Comitê Gestor da Internet no Brasil (2023, p. 103)

“Tanto os problemas relacionados à deterioração da inovação quanto os da queda de qualidade de produtos e serviços são tratados pelos participantes como consequências dos riscos anteriores – concentração de dados, concentração de mercado e abuso de poder econômico. Ademais, são, em muitas contribuições, tratados de forma conjunta, em que um ambiente que dificulta a inovação – e favorece o modelo de negócios das grandes plataformas, baseados na exploração massiva de dados e dos efeitos de rede – prejudica o surgimento de serviços e produtos de melhor qualidade²⁰ e em maior sintonia com Direitos Humanos, como a proteção de dados pessoais. Por essas razões – e para fins de síntese – esses dois riscos apresentados na consulta serão tratados de forma unificada.”

As barreiras à entrada se tornam não apenas tecnológicas ou regulatórias, mas também informacionais. O estudo da OCDE (2018) enfatiza a necessidade de adaptar as ferramentas antitruste a mercados *multi-sided*¹⁶⁴, considerando os efeitos indiretos e os feedbacks de rede. O domínio dos dados também dificulta a portabilidade de serviços e reforça o poder estrutural dos incumbentes.

Por fim, o papel do Estado nesse cenário adquire relevância estratégica. A ausência de políticas públicas voltadas à preservação da diversidade tecnológica implica delegar exclusivamente ao mercado a definição de padrões de inovação. Essa omissão pode comprometer os objetivos de longo prazo de competitividade e soberania digital. Em contrapartida, experiências

164 “As plataformas multilaterais, ou *multisided platforms*, são tecnologias, serviços ou produtos que criam e desenvolvem valor ao permitir interações diretas entre dois ou mais grupos de usuários (HAGIU, 2014, p. 71), isto é, são plataformas que, através de uma infraestrutura e um modelo de negócio, servem duas ou mais bases de clientes ao facilitar e intermediar as transações entre eles, tendo como característica majoritariamente comum o efeito de rede³ indireto, externalidade de rede indireta ou *cross-side network effect*, ou seja, o valor de um produto ou serviço aumenta para um grupo de usuários quando um novo usuário de um outro grupo entra na rede de membros da plataforma” (Souto, Gabriel Araújo. PLATAFORMAS MULTILATERAIS E A NOVA ABORDAGEM ANTITRUSTE: COMO O CADE PODE SE REINVENTAR À LUZ DA SUA PRÓPRIA JURISPRUDÊNCIA? Revista de Direito e atualidades, Janeiro/Março, 2021, volume 1, número 1).

internacionais como a europeia, com o *Digital Markets Act*¹⁶⁵, evidenciam um esforço coordenado de intervenção estatal para preservar estruturas concorrenciais mínimas em setores altamente concentrados.

Nesse sentido, os impactos macroeconômicos dessas práticas são significativos. A redução da concorrência dinâmica compromete o crescimento sustentado da produtividade e limita os ganhos sociais da inovação. Ao suprimir a competição por mercados, o sistema reorienta os esforços empreendedores para estratégias de venda, e não de disrupção. Como concluem Hemphill e Wu (2020), isso pode gerar um ecossistema "viciado", em que os incentivos à transformação são sistematicamente desincentivados.

Portanto, o desafio das autoridades é duplo: preservar a rivalidade efetiva no curto prazo e garantir a diversidade tecnológica e institucional no longo prazo. A proteção à concorrência nascente deve ser vista não apenas como uma questão de eficiência, mas como um imperativo de política de desenvolvimento econômico e tecnológico sustentável.

6. CONCORRÊNCIA, INOVAÇÃO E ANÁLISE DOS ATOS DE CONCENTRAÇÃO: A INTEGRAÇÃO DO CADE E DO BACEN NAS AQUISIÇÕES ELIMINATÓRIAS

6.1. Parâmetros clássicos de análise dos atos de concentração aplicados ao setor bancário

A análise da aquisição da Ágora Investimentos pelo Banco Bradesco (ato de concentração 08012.002361/2008-29), ocorrida em 2008, oferece um exemplo emblemático de como operações de concentração podem produzir efeitos concorrenciais adversos mesmo quando não resultam, de forma imediata, em aumentos expressivos de participação de mercado. A operação

165 O Regulamento Mercados Digitais estabelece um conjunto de critérios objetivos claramente definidos para identificar os «controladores de acesso». Os controladores de acesso são grandes plataformas digitais que prestam os chamados serviços essenciais de plataforma, como, por exemplo, motores de pesquisa em linha, lojas de aplicações e serviços de mensagens. Os *gatekeepers* terão que cumprir o que fazer (ou seja, obrigações) e o que não fazer (ou seja, proibições) listados no DMA. O DMA é uma das primeiras ferramentas regulatórias a regular de forma abrangente o poder de *gatekeeper* das maiores empresas digitais. O Regulamento Mercados Digitais complementa, mas não altera, as regras de concorrência da UE, que continuam a aplicar-se plenamente (UNIÃO EUROPEIA. *Digital Markets Act*. Bruxelas: Comissão Europeia, [2022?]. Disponível em: https://digital-markets-act.ec.europa.eu/index_en. Acesso em: 10 maio 2025).

foi autorizada pelas autoridades regulatórias sem imposição de restrições, em um momento em que os critérios dominantes na análise concorrencial priorizavam variáveis estruturais clássicas, como índices de concentração e sobreposição de atividades. Todavia, uma leitura retrospectiva dos efeitos da operação, especialmente a partir da perspectiva da inovação e da manutenção de trajetórias concorrenciais alternativas, permite levantar questionamentos relevantes sobre a adequação dos instrumentos regulatórios então utilizados.

Antes da aquisição, a Ágora figurava entre as principais corretoras independentes do Brasil, com um modelo de negócios inovador e focado na experiência do cliente varejista. A empresa adotava uma abordagem digitalizada, com sistemas de negociação online que, à época, eram pouco comuns no setor bancário tradicional (CADE, 2009). Seu crescimento orgânico indicava um potencial disruptivo em relação à estrutura estabelecida de distribuição de produtos financeiros, principalmente ao desafiar a intermediação verticalizada praticada pelos grandes bancos.

Figura 7 – Maiores corretoras segundo o volume em 2007

Corretora	Volume Total (R\$ bilhões)	Valor Médio por Negócio (R\$ mil)
Ágora	43,71	117,68
Senior	14,17	76,44
Bradesco	13,39	98,02
Título	11,02	11,83
Banif	10,97	76,77
Intra	10,97	6,77

Fonte: Home broker: o que as corretoras oferecem aos seus clientes. Sophia Camargo.

Com a incorporação da Ágora pelo Bradesco, esse potencial concorrencial foi substancialmente reconfigurado. A empresa, embora mantida formalmente como uma marca, passou a ser integrada aos ativos do grupo financeiro, perdendo autonomia estratégica e sendo realocada a uma função de suporte dentro da arquitetura bancária do Bradesco. Conforme destaca o estudo de Vargas Neto, Sanches e Vaz (2024), o direcionamento dado à Ágora após a aquisição revelou um movimento de desmobilização de sua capacidade concorrencial autônoma, compatível com uma lógica de supressão do dinamismo competitivo que ela anteriormente representava.

Figura 8 - "Evolução" ágora investimentos.

Ano de referência	Volume negociado ^A (<i>Home Broker</i>) (em milhões de R\$)	Varição do Índice <i>Bovespa</i> ^B	Volume Negociado (BM;F e <i>Bovespa</i>) ^C (em milhões de R\$)
2008	R\$ 63.037	- 41,22%	R\$ 456.835
2009	R\$ 73.274	82,66%	R\$ 375.354
2010	R\$ 64.888	1,04%	R\$ 444.113
2011	R\$ 38.502	- 18,11%	R\$ 581.533
2012	R\$ 37.149	7,40%	R\$ 747.440
2013	R\$ 37.106	-15,50%	R\$ 1.198.609
2014	R\$ 28.612	- 2,91%	R\$ 883.074
2015	R\$ 21.922	- 13,31%	R\$ 858.856

Fontes: Luiz Felipe Bittencourt de Abreu, José Gustavo Féres e Eduardo Pontual Ribeiro, 2024.

Esse processo implicou, de forma indireta, a neutralização de uma trajetória que poderia, caso mantida, representar um polo de inovação e concorrência mais robusta no mercado de capitais e na distribuição de investimentos. A reconfiguração estratégica da Ágora inviabilizou sua atuação como uma força independente e potencialmente desafiadora, redirecionando-a para a lógica de retenção de clientes já vinculados ao banco e de reforço da verticalização da distribuição de produtos financeiros (Vargas Neto; Sanches; Vaz, 2024, pp. 13-14).

Embora a operação não tenha sido objeto de contestação à época, sua análise à luz de instrumentos mais modernos de avaliação concorrencial revela fragilidades nos modelos então aplicados. A ausência de uma abordagem prospectiva — que considerasse não apenas a estrutura estática do mercado, mas também o impacto da operação sobre a diversidade de modelos de negócio e a dinâmica inovativa — permitiu que uma aquisição com significativo potencial anticompetitivo fosse aprovada sem ressalvas.

Nesse contexto, a operação Ágora-Bradesco serviu como um alerta sobre os limites dos parâmetros tradicionais utilizados pelas autoridades de defesa da concorrência, sobretudo em setores sujeitos à transformação tecnológica acelerada. Conforme apontado pelos autores, “o caso evidencia como aquisições de empresas inovadoras por grandes *players* podem ser

validadas sem o devido escrutínio sobre seu impacto no potencial de disrupção de mercado” (Vargas Neto; Sanches; Vaz, 2024, p. 14).

Além disso, o caso contribui para o debate mais amplo sobre a necessidade de aprimoramento dos instrumentos legais e metodológicos disponíveis ao CADE, de modo a garantir que operações de concentração envolvendo agentes inovadores sejam analisadas sob uma ótica mais sofisticada, capaz de captar não apenas efeitos imediatos de mercado, mas também externalidades dinâmicas de longo prazo.

Observa-se que a trajetória da Ágora após a aquisição representa uma perda potencial de diversidade institucional no setor financeiro, com reflexos relevantes sobre a concorrência e a inovação. Em um contexto de rápida digitalização dos serviços financeiros, a preservação de empresas com propostas de valor diferenciadas — ainda que incipientes em termos de participação de mercado — pode representar um importante fator de estímulo à competitividade. O caso em questão, ao mostrar como uma instituição inovadora foi assimilada por um incumbente e perdeu sua capacidade autônoma de atuação, reforça a importância de um olhar regulatório atento não apenas aos efeitos atuais, mas sobretudo aos efeitos futuros das operações de concentração.

Logo se entende que, a aplicação dos parâmetros clássicos de análise concorrencial aos atos de concentração no setor bancário requer atenção às especificidades econômicas, tecnológicas e regulatórias que permeiam esse segmento. Em sua configuração original, o setor financeiro é atravessado por uma intensa transformação digital, marcada pela ascensão das *fintechs* e pela reconfiguração das formas tradicionais de intermediação financeira. Nesse contexto, a utilização dos instrumentos analíticos desenvolvidos para setores industriais clássicos, como o teste do monopolista hipotético, o cálculo de índices de concentração e a avaliação do poder de mercado, precisa ser repensada. Como destaca o CADE (2016, p. 7), sua metodologia não possui caráter exaustivo ou vinculante, devendo adaptar-se às peculiaridades do caso concreto.

A doutrina tem ressaltado que o mercado bancário se caracteriza por fortes externalidades de rede¹⁶⁶, barreiras regulatórias à entrada e uma assimetria estrutural significativa entre incumbentes e novos entrantes (Pereira Neto; Renzetti, 2020, p. 57).

A análise tradicional, focada exclusivamente em estrutura de mercado e preço zero, revela-se insuficiente para capturar essas dinâmicas. A avaliação dos atos de concentração deve, assim, levar em conta elementos como acesso a dados, integração vertical, poder de portfólio e incentivos à inovação. Tais fatores têm se mostrado determinantes para a manutenção da rivalidade e a proteção de mercados potencialmente contestáveis.

Tendo em vista os pontos e fatores ressaltados, passaremos a reestruturação das cinco fases adotadas pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica utiliza para analisar os atos de concentração que são

166 “Podemos incluir entre aquelas externalidades: I) o uso de recursos públicos para recapitalização de bancos em dificuldades, particularmente quando a escala dos resgates ultrapassa os limites estritamente monetários, em nível do balanço do banco central, e passa a exigir aportes orçamentários do governo; II) o credit crunch, ou seja, o arrocho quantitativo de crédito e/ou ampliação das margens de spread entre taxas de captação e aplicação, criando ou amplificando declínios da atividade no lado produtivo da economia. O problema é particularmente agudo em economias – como as emergentes – baseadas no crédito bancário, nas quais os bancos, além de constituírem o sistema de meios de pagamento, são os maiores detentores de ativos financeiros, financiam as atividades financeiras não-bancárias e carregam grande parte dos títulos da dívida pública; III) a intensificação dos problemas informacionais e de suas consequências em termos de seleção adversa e risco moral. Durante crises financeiras, os primeiros a aceitar taxas de juros mais altas serão os menos merecedores de crédito e tende a cair a qualidade dos investimentos na economia. Além disso, o próprio processo de resgate de bancos pode reduzir os interesses privados no monitoramento futuro do comportamento dos bancos; IV) as relações usuais entre os instrumentos monetários e as metas intermediárias e finais da política monetária são subvertidas em situações de crise bancária, não apenas no que tange à previsibilidade mínima essencial à política monetária, como também nos limites colocados sobre esta pelas possibilidades de falência bancária. Condições de fragilidade bancária impedem ou limitam o eventual uso de elevação de taxas de juros como instrumento de gestão macroeconômica; nas economias emergentes, integradas às finanças globais, crises bancárias podem implicar fuga de capital e subsequentes problemas de balanço de pagamentos. Kaminsky & Reinhart (1998a) mostraram que, desde o início dos anos 80, a presença de crises bancárias tornaram-se indicador de problemas com balanços de pagamentos em economias emergentes, qualquer que seja a direção da causalidade entre ambos. A experiência de saída de capital do Japão e desvalorização do iene que suscitou operação conjunta entre o Fed e o Banco do Japão, no ano passado, é demonstração de que economias avançadas também podem defrontar-se com crises cambiais decorrentes de fragilidade bancária; e V) conforme exemplificado pelas experiências durante as crises asiática e russa, as externalidades negativas de crises bancárias em certos pontos do sistema financeiro global podem alcançar grande amplitude” (Canuto, Otaviano; LIMA, Gilberto Tadeu. *Texto para Discussão*, Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, n. 83, set. 1999. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/1713/texto83.pdf>. Acesso em: 12 maio 2025.)

remetidos à autoridade antitruste, tendo em vista as peculiaridades das *fintechs* e a competitividade no meio digital.

6.1.1. Mercado relevante e suas particularidades no sistema financeiro

A definição do mercado relevante é tradicionalmente o ponto de partida de qualquer análise antitruste, funcionando como a moldura a partir da qual se avaliam o poder de mercado, os efeitos unilaterais e coordenados, bem como a possibilidade de entrada de novos concorrentes. De acordo com o Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal, publicado pelo CADE (2016, p. 13), o mercado relevante é aquele no qual, hipoteticamente, um monopolista seria capaz de impor um pequeno porém significativo e não transitório aumento de preços (SSNIP), sem perder rentabilidade devido à fuga dos consumidores para produtos ou serviços substitutos.

Contudo, essa abordagem encontra sérias limitações quando aplicada ao setor financeiro, especialmente diante da crescente digitalização e da atuação das *fintechs*. Como já abordado no primeiro capítulo deste trabalho, a delimitação do mercado relevante deve considerar duas dimensões: a dimensão produto, correspondente ao conjunto de bens ou serviços que são substituíveis entre si; e a dimensão geográfica, que se refere à área em que as condições de concorrência são suficientemente homogêneas.

6.1.1.1. Dimensão Produto: remodelação entre às *fintechs* e os bancos tradicionais.

A análise do mercado relevante pelo CADE, especialmente no setor financeiro envolvendo *fintechs* e bancos tradicionais, apresenta desafios significativos diante das transformações tecnológicas e do surgimento de novos modelos de negócios. Embora o órgão utilize critérios consolidados para delimitar o mercado relevante – como o perfil dos consumidores, o faturamento, a natureza dos produtos e serviços, entre outros – tais critérios exigem uma problematização crítica quando aplicados a mercados dinâmicos e inovadores.

O primeiro ponto de atenção está na avaliação dos perfis dos clientes (CADE, 2016), que tradicionalmente considera aspectos como renda, idade,

sexo, educação, localização e mobilidade. No entanto, no setor financeiro, *fintechs* geralmente atraem um público mais jovem¹⁶⁷, digitalizado e urbano, enquanto os bancos tradicionais mantêm uma base de clientes mais ampla e heterogênea. Essa diferenciação pode levar à impressão equivocada de que os serviços ofertados não são concorrentes entre si, o que não necessariamente reflete a realidade do mercado. A existência de públicos distintos não implica ausência de substituíbilidade, especialmente quando se considera o potencial de expansão e a capacidade das *fintechs* de capturar clientes de outros segmentos ao longo do tempo.

A utilização do faturamento (CADE, 2016) como critério de dimensionamento de mercado também é problemática. *Fintechs*, em razão de seu modelo escalável e da prática de oferecer serviços gratuitos¹⁶⁸ ou subsidiados, frequentemente apresentam faturamento inferior ao dos bancos tradicionais, mesmo quando já exercem significativa influência no comportamento dos consumidores e na dinâmica concorrencial. A depender do critério estritamente financeiro, aquisições de *fintechs* por grandes bancos podem parecer inofensivas, quando na verdade representam estratégias de eliminação de concorrentes em potencial, o que compromete a inovação no setor.

No que tange à natureza e às características dos produtos e serviços (CADE, 2016), o setor financeiro atual é marcado por um alto grau de segmentação e constante transformação. Serviços como contas digitais, cartões, crédito pessoal, investimentos e seguros são oferecidos de forma

167 Os brasileiros mais jovens, com idades entre 18 e 35 anos, priorizam os bancos digitais como instituição financeira principal, revelou novo estudo da fintech Mambu. O país é o único da América Latina em que mais da metade (54%) dos jovens preferem esses bancos aos tradicionais (BANCOS digitais são os preferidos dos brasileiros com até 35 anos. IT Forum, [s.d.]. Disponível em: <https://itforum.com.br/noticias/bancos-digitais-preferidos-brasileiros-35-anos/>. Acesso em: 12 maio 2025).

168 Acerca do preço zero nas plataformas digitais asseveram Carolina e Raissa: “Em mercados digitais, todavia, a competição não costuma ocorrer pelo preço, mas por fatores como performance e inovação. De fato, mercados digitais são frequentemente mercados de preço zero. Em razão disso, avaliar a reação do consumidor a um hipotético aumento de preços por meio do TMH parece incompatível ou no mínimo insuficiente em face das características inerentes a mercados digitais. Ademais, em se tratando de mercados de produtos e serviços diferenciados, a própria identificação de substitutos parece mais complexa na análise de fusões digitais” (Bueno, C. D. G. B. ; Paixão, R. L. F. . Fusões na Era Digital. In: Caio Mario da Silva Pereira Neto. (Org.). Defesa da concorrência em plataformas digitais. 1ed.São Paulo: Acadêmica Livre, 2020, v. 1, pp. 281-282)

integrada e personalizada por diferentes agentes do mercado, sendo muitas vezes funcionalmente equivalentes, ainda que apresentados com marcas e formatos distintos. A delimitação rígida por categoria de produto ignora a convergência entre serviços e a substituição funcional que ocorre com frequência nesse setor.

A análise baseada na importância dos preços (CADE, 2016) também demanda atenção. Diferentemente de setores em que o preço é diretamente observável, no mercado financeiro os custos para o consumidor se diluem em tarifas, taxas de juros e condições contratuais que variam conforme o perfil do cliente. Além disso, muitas fintechs oferecem serviços gratuitos ou com preços artificiais baixos como estratégia de penetração no mercado, o que pode mascarar a competição efetiva. Nesse cenário, o preço isoladamente deixa de ser um bom indicador da pressão concorrencial existente.

Outro aspecto que merece problematização é a consideração da qualidade dos serviços (CADE, 2016). Instituições Financeiras Digitais destacam-se pela agilidade, inovação e experiência digital, enquanto bancos tradicionais apostam em capilaridade, confiança institucional e atendimento presencial. A percepção de qualidade, portanto, é subjetiva e depende do perfil e das expectativas do cliente. Serviços distintos em forma podem competir diretamente entre si, o que exige do CADE uma análise mais sensível às transformações tecnológicas e aos novos padrões de consumo.

A importância da marca, do acesso ao crédito, dos prazos e da forma de consumo (CADE, 2016) também varia substancialmente entre os dois tipos de instituições. Enquanto os bancos tradicionais contam com marcas consolidadas e maior acesso a capital, as *fintechs* muitas vezes se destacam por sua comunicação mais direta e soluções mais simples. A marca pode, nesse contexto, funcionar como barreira à entrada, mas não deve ser considerada um impeditivo absoluto à competição, pois a inovação tecnológica frequentemente supera resistências de consumo estabelecidas.

As evidências de alteração do padrão de consumo (CADE, 2016) em resposta a preços ou condições de comercialização também são difíceis de

avaliar com precisão. Muitos consumidores permanecem vinculados a instituições tradicionais por inércia ou desconhecimento, mesmo quando enfrentam tarifas elevadas ou serviços insatisfatórios. Os custos de troca e a burocracia envolvida na migração de serviços financeiros funcionam como barreiras comportamentais que reduzem a elasticidade da demanda, o que não significa ausência de concorrência, mas sim obstáculos estruturais que impedem o exercício pleno da escolha pelo consumidor.

Quanto às pesquisas com consumidores (CADE, 2016), concorrentes e outras fontes, é importante considerar que a percepção de substituíbilidade pode não acompanhar a realidade funcional do mercado. Um consumidor pode não reconhecer uma *fintech* como substituta de seu banco tradicional, mesmo que utilize ambos para funções semelhantes, como pagamentos, transferências e controle financeiro. Nesses casos, é fundamental que o CADE confronte dados de percepção com informações objetivas sobre volume de transações, crescimento da base de usuários e grau de engajamento com os serviços.

Os documentos apresentados pelas próprias empresas (CADE, 2016) também precisam ser analisados com senso crítico. É comum que uma *fintech*, ao se dirigir ao CADE, minimize sua participação no mercado para facilitar a aprovação de uma operação de concentração, enquanto, para investidores e ao público, se posiciona como disruptiva e altamente competitiva. Essa divergência estratégica de discurso impõe ao órgão regulador o dever de investigar profundamente os impactos concorrenciais reais da operação em questão.

Por fim, a existência de discriminação de preços entre consumidores (CADE, 2016), localidades ou marcas é prática recorrente no setor financeiro, especialmente em produtos de crédito, onde as taxas variam conforme o perfil de risco. Essa diferenciação pode ser legítima, refletindo critérios técnicos e econômicos, mas também pode ocultar práticas anticompetitivas se utilizadas para excluir concorrentes ou fidelizar artificialmente clientes.

Em síntese, a análise do mercado relevante pelo CADE no setor financeiro requer uma abordagem mais dinâmica, funcional e prospectiva,

especialmente diante do avanço das *fintechs* e das constantes inovações tecnológicas. A aplicação automática de critérios tradicionais, sem adaptação às novas realidades do mercado, pode levar a conclusões equivocadas e comprometer a proteção da concorrência e da inovação. É necessário que o órgão antitruste adote uma perspectiva que vá além da fotografia atual do mercado e seja capaz de identificar riscos futuros à rivalidade, sobretudo em contextos de aquisições eliminatórias que visam neutralizar potenciais concorrentes antes mesmo de sua consolidação.

6.1.1.2. Dimensão territorial: remodelação entre às *fintechs* e os bancos tradicionais.

Já a análise do mercado relevante sob a dimensão territorial, tal como é conduzida pelo CADE, também adquire contornos ainda complexos quando aplicada ao setor financeiro, especialmente na comparação entre bancos tradicionais e Instituições Financeiras Tecnológicas. Os critérios utilizados tradicionalmente – como a localização das partes envolvidas, o local das vendas, os padrões de deslocamento de consumidores e fornecedores, os custos e barreiras de transporte, entre outros – foram concebidos, em grande medida, para mercados de bens tangíveis. Quando transpostos para mercados digitais e financeiramente desmaterializados, como o de serviços bancários e financeiros, esses critérios exigem uma reinterpretação profunda, sob risco de conduzirem a uma delimitação territorial artificial e descolada da realidade concorrencial.

Em primeiro lugar, a localização física das requerentes e de suas concorrentes (CADE, 2016) perde relevância prática quando o objeto de análise são serviços essencialmente digitais. *Fintechs*, por sua própria natureza, operam com presença física mínima, frequentemente concentradas em grandes centros urbanos apenas para fins formais, enquanto seus serviços alcançam consumidores de qualquer parte do país – e muitas vezes do exterior – por meio de plataformas digitais. Bancos tradicionais, por outro lado, ainda mantêm redes físicas de agências e caixas eletrônicos, mas também vêm promovendo ampla digitalização de seus serviços. Nesse contexto, a

localização geográfica das empresas deixa de ser um indicador útil para definir os limites territoriais do mercado.

Em segundo lugar, localização dos consumidores (CADE, 2016) também se torna menos relevante quando se observa que os serviços financeiros podem ser contratados e utilizados de qualquer lugar, desde que haja acesso à internet. A mobilidade do consumidor, nesse caso, é virtual, e não física. A tradicional análise sobre deslocamento do consumidor até o ponto de venda – se são eles que vão até o fornecedor ou vice-versa, e a que distância – simplesmente não se aplica com coerência a aplicativos de banco, carteiras digitais ou plataformas de crédito online. A "distância" entre fornecedor e consumidor, nesse novo paradigma, não é mensurável em termos geográficos, mas sim em termos de barreiras tecnológicas e de acesso digital.

Esse novo cenário também afeta profundamente a análise dos locais em que ocorrem as vendas. Em um ambiente financeiro digitalizado, a venda de um produto ou serviço pode ser processada em um servidor em São Paulo, com sede jurídica em Brasília, para um cliente em Manaus – tudo isso sem que nenhuma das partes tenha se deslocado fisicamente. A venda, portanto, é “deslocalizada” no espaço físico, mas efetiva no espaço regulatório e funcional. Isso esvazia a utilidade da análise baseada na geografia tradicional e exige uma abordagem centrada na abrangência digital e regulatória da atuação das empresas.

Quanto aos custos de transporte e distribuição (CADE, 2016), a lógica tradicional também se inverte. No caso de serviços financeiros, especialmente os digitais, não há transporte físico de mercadoria, mas sim fluxo de dados e informação, o que altera completamente o cálculo de custos. Os "custos de distribuição" passam a ser investimentos em tecnologia, segurança cibernética, servidores, compliance e marketing digital, e não mais logística de transporte físico. Assim, a análise concorrencial deve considerar que a barreira territorial clássica deixa de ser um impeditivo real à expansão de mercado e à competição inter-regional.

A estrutura de preços e oferta entre áreas geográficas (CADE, 2016), que tradicionalmente orienta a definição do mercado geográfico relevante, também sofre transformações nesse setor. Embora ainda existam variações locais em determinados produtos financeiros – como taxas de crédito agrícola ou linhas de financiamento regionalizadas –, a maioria das fintechs opera com precificação nacional ou uniforme, acessível a qualquer cliente com um smartphone e CPF. Nesse cenário, diferenças de preços entre regiões passam a ser exceção, e não regra, o que aponta para a existência de um mercado nacional unificado, ao menos no que diz respeito à oferta digital.

Outro ponto de difícil adaptação é a análise sobre os custos envolvidos na troca de fornecedores localizados em outros mercados geográficos (CADE, 2016). No setor financeiro digital, mudar de instituição raramente depende da localização geográfica do novo fornecedor. Em vez disso, os custos de troca estão ligados a fatores como burocracia, interoperabilidade entre sistemas, relacionamento com o cliente e confiança na marca. Mais uma vez, a geografia tradicional cede lugar a barreiras comportamentais, tecnológicas e regulatórias que não se limitam a um território físico.

Da mesma forma, a necessidade de proximidade entre fornecedor e consumidor (CADE, 2016), relevante para mercados que envolvem produtos perecíveis ou assistência técnica presencial, não se aplica aos serviços bancários prestados digitalmente. A fintech pode estar sediada em São Paulo e atender com eficiência um consumidor em uma cidade do interior do Nordeste, sem qualquer perda de qualidade, desde que exista conectividade e estrutura digital adequada. A "proximidade", nesse caso, deve ser entendida como acessibilidade tecnológica, e não territorial.

Além disso, a análise sobre a migração de consumidores entre regiões em resposta a aumentos de preços ou alteração de condições comerciais (CADE, 2016) torna-se praticamente inócua nesse setor, pois a migração se dá dentro de um ambiente virtual nacionalizado, não sendo necessário "trocar de região" para acessar novos fornecedores. O consumidor, ao se sentir prejudicado por um banco tradicional de sua cidade, pode facilmente abrir uma conta em uma fintech com sede em outro estado, sem sequer sair de casa.

Em suma, a análise da dimensão territorial do mercado relevante no setor financeiro digitalizado requer um deslocamento metodológico do espaço físico para o espaço funcional e digital. O critério territorial, tal como formulado, responde a um mundo analógico em que localização e logística eram barreiras efetivas à concorrência. No contexto das fintechs e da digitalização dos serviços financeiros, a concorrência se dá em uma arena virtual e regulatória, onde as fronteiras não são geográficas, mas sim tecnológicas, jurídicas e comportamentais.

Portanto, o CADE precisa adaptar seus instrumentos analíticos para captar a verdadeira extensão da rivalidade no mercado financeiro contemporâneo. A insistência em delimitações territoriais clássicas pode não apenas distorcer a análise de mercado relevante, como também legitimar atos de concentração que, embora territorialmente dispersos, tenham potencial para reduzir a concorrência em nível nacional e comprometer a dinâmica de inovação e inclusão financeira promovida pelas fintechs.

6.1.2. Grau de concentração e aplicação do teste do monopolista hipotético

A avaliação do grau de concentração é uma das etapas mais tradicionais e consolidadas no exame de atos de concentração econômica. Essa análise parte do pressuposto de que aumentos significativos na concentração de mercado, especialmente quando combinados com elevadas barreiras à entrada, elevam a probabilidade de exercício de poder de mercado pelas empresas envolvidas na operação. No setor bancário, porém, esse raciocínio deve ser refinado para acomodar as especificidades do segmento, como a diversidade de serviços ofertados, a heterogeneidade dos modelos de negócio e a crescente importância das plataformas digitais como canais de distribuição.

O Guia do CADE para Análise de Atos de Concentração Horizontal (2016) sugere o uso do Índice de *Herfindahl-Hirschman*¹⁶⁹ (IHH) como

169 O HHI é calculado com base no somatório do quadrado das participações de mercado de todas as empresas de um dado mercado. O HHI pode chegar até 10.000 pontos, valor no qual há um monopólio, ou seja, em que uma única empresa possui 100% do mercado.

ferramenta para mensurar o grau de concentração de mercado¹⁷⁰. Embora seja um instrumento útil, o IHH tende a captar com mais precisão estruturas oligopolistas estáticas, sendo menos eficaz para refletir a rivalidade potencial e a dinâmica inovadora dos mercados digitais. Além disso, o uso exclusivo de métricas quantitativas pode subestimar ou superestimar o real impacto concorrencial da operação, sobretudo quando os produtos envolvidos apresentam alta diferenciação ou inovação disruptiva (DEE, 2010, p. 23).

A aplicação do teste do monopolista hipotético (TMH) também encontra limitações relevantes no mercado financeiro. Esse teste, estruturado com base na hipótese de um aumento pequeno, mas significativo e não transitório de preços (*Small but Significant and Non-transitory Increase in Price – SSNIP*), parte da premissa de que os consumidores reagirão ao aumento de preços substituindo o produto por alternativas viáveis. No entanto, diversos serviços financeiros são ofertados gratuitamente ou com precificação não padronizada, como contas digitais, carteiras eletrônicas e transferências instantâneas via PIX. Isso inviabiliza a aplicação literal do SSNIP, já que não há variação de preço a ser testada, assim preceitua Renzetti Et Al. (2020, p. 30):

“A discussão sobre ferramentas alternativas como o SSNDQ test se mostra extremamente relevante, na medida em que, mesmo em mercados de preço zero, podem existir

170 Compreende-se que os mercados são: (i) Mercados não concentrados: com HHI abaixo de 1500 pontos; (ii) Mercados moderadamente concentrados: com HHI entre 1.500 e 2.500 pontos; (iii) Mercados altamente concentrados: com HHI acima de 2.500. Ademais, compreendem-se as seguintes definições: (i) Pequena alteração na concentração: operações que resultem em variações de HHI inferiores a 100 pontos ($\Delta\text{HHI} < 100$) provavelmente não geram efeitos competitivos adversos e, portanto, usualmente não requerem análise mais detalhada; (ii) Concentrações que geram preocupações em mercados não concentrados: se o mercado, após o AC, permanecer com HHI inferior a 1.500 pontos, a operação não deve gerar efeitos negativos, não requerendo, usualmente, análise mais detalhada; (iii) Concentrações que geram preocupações em mercados moderadamente concentrados: operações que resultem em mercados com HHI entre 1.500 e 2.500 pontos e envolvam variação do índice superior a 100 pontos ($\Delta\text{HHI} > 100$) têm potencial de gerar preocupações concorrenciais, tornando recomendável uma análise mais detalhada; (iv) Concentrações que geram preocupações em mercados altamente concentrados: operações que resultem em mercados com HHI acima de 2.500 pontos, e envolvam variação do índice entre 100 e 200 pontos ($100 \leq \Delta\text{HHI} \leq 200$) têm potencial de gerar preocupações concorrenciais, sugerindo uma análise mais detalhada. Operações que resultem em mercados com HHI acima de 2.500 pontos, e envolvam variação do índice acima de 200 pontos ($\Delta\text{HHI} > 200$) presumivelmente geram aumento de poder de mercado. Essa presunção poderá ser refutada por evidências persuasivas em sentido contrário (CADE – CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. Guia para análise não horizontal de atos de concentração. Brasília: CADE, 2016).

preocupações concorrenciais e potenciais danos ao consumidor (se não por meio de maiores valores monetários, por meio de impactos na atenção, informação e qualidade). Nesses casos, cumpre ao direito da concorrência garantir as condições de competição para que os consumidores recebam os melhores produtos de preço zero em troca, por exemplo, de um menor volume de atenção e informação.²⁵ Para isso, a análise de modelos de negócio de preço zero, seja por meio da oferta conjunta de serviços complementares, da oferta de produtos *freemium* ou em mercados de diversos lados, deve levar em consideração todas as variáveis envolvidas (inclusive aquelas não relacionadas a preços). Diante desses desafios, entender o funcionamento de mercados de preço zero e seus impactos na teoria tradicional do direito da concorrência torna-se indispensável para a compreensão sobre a dinâmica competitiva em plataformas digitais.”

Como maneira de “solucionar” a problemática nos mercados digitais Carolina Destailleur e Raíssa Leite de Freitas Paixão propõem uma possível solução para utilização do TMH (2020, p. 281):

“Em mercados digitais, todavia, a competição não costuma ocorrer pelo preço, mas por fatores como performance e inovação. De fato, mercados digitais são frequentemente mercados de preço zero. Em razão disso, avaliar a reação do consumidor a um hipotético aumento de preços por meio do TMH parece incompatível ou no mínimo insuficiente em face das características inerentes a mercados digitais. Ademais, em se tratando de mercados de produtos e serviços diferenciados, a própria identificação de substitutos parece mais complexa na análise de fusões digitais. Nesse sentido, para garantir uma análise efetiva da extensão dos mercados envolvidos, seria necessário adaptar o TMH para que, além da reação do consumidor a alterações de preço, também fossem analisados com portamentos em relação a fatores como qualidade, performance, inovação e até mesmo privacidade (considerando a relevância dos dados nesses mercados). Uma alternativa que

vem sendo discutida, nesse sentido, é a aplicação de um teste semelhante que considere reações dos consumidores a um decréscimo de qualidade do serviço ofertado a preço zero (small but significant and non transitory decrease in quality [SSNDQ] test). Ou seja, na ausência de preço, o SSNDQ test procuraria identificar se os consumidores migrariam para serviços alternativos, no caso de um decréscimo em qualidade.”

Adicionalmente, os consumidores bancários não escolhem apenas com base no preço, mas também em atributos como confiança institucional, conveniência do canal, integração de serviços e experiência do usuário. As *fintechs*, por exemplo, competem frequentemente oferecendo interfaces amigáveis, serviços personalizados e acesso facilitado, fatores que dificilmente são capturados por testes baseados exclusivamente em elasticidade-preço da demanda. Assim, o TMH, como metodologia única de definição de mercado, pode conduzir a diagnósticos equivocados em mercados de alta diferenciação e inovação. Outro ponto relevante é a presença de externalidades de rede¹⁷¹, que distorcem as condições tradicionais de substitutibilidade¹⁷². Em serviços de pagamento, por exemplo, a utilidade de uma plataforma cresce com o número de usuários, o que pode criar *lock-ins* e fidelização não relacionados ao preço. O mesmo ocorre em aplicativos bancários que se integram com múltiplos

171 “As externalidades de rede são uma das características principais dos mercados de economia digital. Na literatura especializada, um dos primeiros trabalhos a tratar do tema foi: KATZ, Michael L.; SCHAPIRO, Carl. Network externalities, competition and compatibility. The American Economic Review, v. 75, n. 3, 1985. A Comissão Europeia, em seu recente relatório, define as externalidades de rede da seguinte forma: “The convenience of using a technology or a service increases with the number of users that adopt it. Consequently, it is not enough for a new entrant to offer better quality and/or a lower price than the incumbent does; it also has to convince users of the incumbent to coordinate their migration to its own services” (CRÉMER, Jacques; MONTJOYE, Yves-Alexandre de; SCHWEITZER, Heike. Competition policy for the digital era. European Union, April 2019, p. 2. Disponível em: <http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0419345enn.pdf>. Acesso em: 2 maio 2025).

172 Em notas de rodapé Esther Collet Janny Teixeira Biselli ressalta: “Uma outra importante característica da economia digital é a corrida pelo mercado em vez da concorrência no mercado. Em face das externalidades de rede existentes nos novos mercados, certos agentes econômicos se beneficiam da vantagem de serem os primeiros a alcançar certas posições privilegiadas (winner takes all). Essas posições privilegiadas podem ser alcançadas por meio de arranjos verticais discriminatórios cujo efeito, ainda que não imediato, poderá ser o de fechamento dos mercados envolvidos. Alguns autores indicam, ainda, a assimetria de informação e a tendência à monopolização como características da economia digital, o que por si só poderia levantar potenciais preocupações concorrenciais nesses mercados” (BISELLI, Esther. Discriminação de Preços na Economia Digital 2018, p. 250).

serviços — como crédito, investimentos e seguros — e que, por isso, aumentam o custo de troca para o consumidor. Isso exige a introdução de métodos complementares de análise, como a identificação de barreiras comportamentais e técnicas à substituição (Fernandes, 2021, p. 173).

O CADE tem buscado, em decisões recentes, adaptar seus instrumentos analíticos às realidades dos mercados digitais. Em casos como o da aquisição da XP pelo Itaú Unibanco¹⁷³ (AC 08700.004431/2017-16), a autoridade antitruste buscou considerar não apenas a sobreposição horizontal de produtos, mas também a possibilidade de fechamento de mercado e a eliminação de um concorrente inovador. Ainda assim, persistem críticas quanto à insuficiência das métricas utilizadas e à subavaliação dos impactos dinâmicos

173 “A análise da aquisição de participação minoritária na XP Investimentos pelo Itaú Unibanco, concluída em 19 de março de 2018 pelo Plenário do CADE, resultou em autorização condicionada à formalização de um Acordo em Controle de Concentrações (ACC). Embora o conhecimento da operação tenha sido unânime, a aprovação de mérito foi obtida por maioria, com votos contrários dos conselheiros João Paulo de Resende e Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt, que se posicionaram pela rejeição da transação diante de relevantes preocupações concorrenciais. Com o intuito de atenuar os riscos à concorrência identificados – especialmente quanto à possibilidade de o Itaú reforçar sua posição dominante no segmento de distribuição de produtos financeiros via XP – foram estipuladas obrigações específicas. O ACC impôs restrições à capacidade de influência do Itaú sobre as decisões comerciais da XP, buscando garantir que a aliança entre ambas não resultasse em práticas excludentes ou discriminação contra plataformas rivais. Ademais, o banco assumiu o compromisso de não direcionar seus clientes diretamente à XP, bem como de assegurar tratamento equitativo nas relações com emissores, gestores e agentes autônomos de investimento (AAIs). O conjunto de compromissos foi estruturado com base em quatro eixos centrais: i) normas relativas ao vínculo comercial com emissores bancários e gestores de fundos; ii) diretrizes quanto à interação com os AAIs; iii) facilitação da transferência de custódia de ativos financeiros; e iv) manutenção da política de isenção da taxa de custódia. Esses dispositivos permaneceram em vigor até 31 de dezembro de 2022 (CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). Cadernos do Cade: Mercados de Bancos e Seguradoras. Brasília: Cade, nov. 2023. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos-economicos/cadernos-do-cade/Caderno%20Bancos%20e%20Seguradoras%20nov%202023.pdf>. Acesso em: 21 maio 2025). Posteriormente, a relação societária entre as instituições foi encerrada de forma definitiva, com a alienação integral das ações remanescentes da XP S.A. por parte da Itaúsa, holding controladora do banco. Tal desinvestimento marcou o encerramento de um ciclo caracterizado por intensas negociações regulatórias e preocupações concorrenciais. A finalização da venda reforçou a independência operacional da XP no mercado financeiro brasileiro. A concretização do negócio foi amplamente divulgada por veículos especializados (Ryngelblum, Ivan. Itaúsa encerra capítulo XP com a venda total das ações. NeoFeed, 14 dez. 2023. Disponível em: <https://neofeed.com.br/negocios/itau-encerra-capitulo-xp-com-a-venda-total-das-acoes/>. Acesso em: 21 maio 2025).

da operação (Pereira Neto; Renzetti, 2020, p. 99). Nesse sentido asseverou o Conselheiro-Relator Paulo Bounier em seu voto:

“134. As Requerentes alegam que a XP não é, atualmente, uma maverick. Para tanto, aduzem que o modelo iniciado pela XP – plataforma aberta de investimento é que seria disruptivo. Afirmam que o rápido crescimento da XP se deve ao fato de que ela foi pioneira (first mover) nesse novo modelo de negócios, mas que esse modelo foi e está sendo replicado por diversos concorrentes. Nesse sentido, as Requerentes entendem que que ainda a Operação representasse a aquisição do controle da XP pelo Itaú (o que não se trata neste presente Ato de Concentração), não estaria configurada a eliminação de uma maverick. 135. Neste voto, concorda-se com a afirmação de que o modelo iniciado pela XP, ou seja, o modelo de plataforma aberta de distribuição de produtos de investimento, é disruptivo. No entanto, isso não é capaz de descaracterizar, por completo, a XP como uma maverick – ou pelo menos com efeitos no mercado equiparados às mavericks. Trata-se da principal plataforma aberta do país, apresentando taxas menores que os bancos tradicionais na maioria dos produtos, conforme instrução realizada pela SG. 136. Nesse sentido, essas particularidades da XP afastam a utilização do HHI como critério denexo de causalidade, exatamente porque o uso do referido índice se limita aos aspectos estáticos do mercado no momento em que as informações de participações de mercado são coletadas. É justamente por esse motivo que os guias do CADE e de autoridades estrangeiras fazem ressalvas ao seu uso. 137. Em suma, entende-se, de modo convergente, mas não idêntico à SG, que a XP exerce função de maverick nos mercados de corretagem e de distribuição de produtos de investimento, motivo pelo qual se afasta a conclusão preliminar de ausência de nexo de causalidade entre a Operação e eventual aumento da possibilidade de exercício de poder de mercado nesses segmentos”

O termo “*maverick*” é melhor conceituado pelo próprio CADE do seguinte modo (2020, p. 51):

“Empresas *mavericks* são aquelas que apresentam um nível de rivalidade do tipo disruptivo. Geralmente são empresas com um baixo custo de produção e uma baixa precificação que força os preços de mercado para baixo ou empresas que se caracterizam por sua inventividade e estimulam a permanente inovação no segmento em que atuam. Nesse sentido, sua presença independente no mercado pode disciplinar os preços das empresas com maior *market share*. O Cade pode considerar que o AC que envolva uma empresa com uma estratégia de liderança de custos, de inovação ou de nicho, por exemplo, pode diminuir a concorrência atual ou potencial do segmento, diminuir a rivalidade e desestimular a inovação no mercado em análise, ainda que a variação do HHI seja baixa. No que se refere à possibilidade de efeitos coordenados gerados pela *operação*, é importante considerar que empresas do tipo *maverick* podem dificultar a formação de cartéis, caso estejam dispostas e sejam capazes de ampliar sua produção diante de uma restrição de oferta por parte das empresas em conluio.”

É necessário, portanto, um aprimoramento metodológico que combine indicadores tradicionais, como o IHH, com ferramentas qualitativas e dinâmicas, incluindo análise de rivalidade potencial, impacto sobre *mavericks*, efeitos de rede e grau de contestabilidade do mercado¹⁷⁴. A literatura internacional recomenda, por exemplo, o uso de simulações de concorrência e

174 “Importante ressaltar que a mera expectativa ou comprovação de uma entrada futura por parte do potencial concorrente no mercado não é elemento suficiente para que uma operação seja contestada sob o argumento de concorrência potencial. É preciso que a entrada do novo competidor – adquirente ou alvo da operação – seja tempestiva, provável e suficiente, de modo a contestar a posição dos agentes já estabelecidos. Ou seja, a autoridade canadense se vale dos mesmos critérios utilizados na análise de entrada como elemento disciplinador de eventual poder de mercado futuro decorrente de uma concentração entre concorrentes efetivos para verificar se a eliminação de um concorrente potencial pode trazer danos ao ambiente competitivo” (Nunes de Oliveira, M. (2023). Concorrência potencial: teoria do dano ou futurologia?. *Revista Do IBRAC*, 23(2), 21–39. Recuperado de <https://revista.ibrac.org.br/index.php/revista/article/view/153>, p. 26).

análise de cenários contrafactuais, que permitem avaliar como o mercado evoluiria na ausência da operação (OCDE, 2019, p. 18).

Em mercados digitais, como os de *fintechs*, a ausência de histórico consolidado e a velocidade das mudanças tecnológicas dificultam a aplicação de modelos econométricos baseados em séries temporais. Por isso, ganha relevância o uso de dados alternativos, como métricas de engajamento de usuários, downloads de aplicativos, tempo de uso, *churn rate*¹⁷⁵ e índice de satisfação do cliente. Tais indicadores oferecem uma aproximação mais fiel da posição competitiva dos agentes, ainda que não substituam totalmente os indicadores clássicos.

Por fim, é crucial que o CADE adote uma postura proativa e crítica quanto à eficácia dos instrumentos que utiliza. O risco de decisões baseadas exclusivamente em métricas tradicionais é a cristalização de estruturas de mercado concentradas, sob o pretexto de inexistência de poder de mercado atual, quando na realidade há uma dinâmica de eliminação de concorrência futura em curso. Isso é particularmente grave quando envolve a aquisição de *fintechs* inovadoras por bancos tradicionais, que buscam internalizar o risco concorrencial antes que ele se materialize (Fernandes, 2021, p. 182).

Assim, a análise do grau de concentração no setor bancário exige um esforço interpretativo ampliado, atento aos limites dos métodos tradicionais e capaz de incorporar, de forma sistemática, as dimensões comportamentais, tecnológicas e institucionais que moldam a rivalidade nesses mercados. Somente com essa abordagem ampliada será possível assegurar que os atos de concentração não comprometam a inovação, a diversidade de modelos de negócio e, em última instância, o bem-estar do consumidor bancário brasileiro.

6.1.3. Probabilidade de exercício de posição dominante

¹⁷⁵ Churn, taxa de churn ou *churn rate*, em uma definição mais generalista, é uma métrica que indica o número de clientes que cancelam em determinado período de tempo. Para calcular o churn, o que você precisa fazer é somar o número de clientes que cancelou seu produto/serviço no período analisado.

A avaliação da probabilidade de exercício de posição dominante constitui uma etapa central na análise concorrencial de atos de concentração, especialmente no setor bancário, onde estruturas altamente concentradas e a presença de agentes sistêmicos intensificam os riscos à concorrência. A posição dominante, segundo a jurisprudência do Conselho Administrativo de Defesa Econômica, corresponde à capacidade de uma empresa ou grupo de empresas de atuar no mercado de forma unilateral, sem considerar reações relevantes de concorrentes ou consumidores (CADE, 2016, p. 33). No sistema financeiro brasileiro, tal risco é ampliado por fatores estruturais como a elevada concentração das principais carteiras de crédito, a existência de barreiras regulatórias à entrada e a forte fidelização dos consumidores. Segundo dados, cinco instituições financeiras concentram mais de 79,2% das operações de crédito do país (BACEN, 2022)¹⁷⁶, o que reduz substancialmente o grau de contestabilidade do mercado e torna sua estrutura mais sensível a operações de fusão e aquisição, ainda que envolvam agentes com participação de mercado aparentemente modesta.

As barreiras à entrada, nesse contexto, são múltiplas e de natureza diversa. A literatura econômica e os parâmetros adotados pelo CADE apontam para a relevância de custos irrecuperáveis, exigências regulatórias, acesso privilegiado a insumos essenciais e economias de escala e escopo como fatores críticos à entrada (CADE, 2021, p. 27-30). No setor bancário, a constituição de um novo agente depende não apenas de capital financeiro elevado, mas também da construção de capacidades tecnológicas, de redes de distribuição, de estruturas de compliance e da superação de entraves regulatórios complexos.

Exigências legais como autorização prévia do Banco Central, integração aos sistemas de compensação e liquidação, e adesão a protocolos de segurança de dados, configuram barreiras de entrada temporais e

¹⁷⁶ Banco do Brasil, Itaú Unibanco, Bradesco, Caixa Econômica Federal e Santander, as cinco maiores instituições financeiras do Brasil, concentravam 78,7% das operações de crédito no Brasil no segmento bancário no fim do ano passado, conforme dados divulgados nesta quinta-feira (6), no Relatório de Economia Bancária, do BC (Banco Central). Em 2020, o percentual era de 79,2%.

organizacionais, que comprometem tanto a tempestividade quanto a suficiência da entrada de novos concorrentes (CADE, 2021, p. 32). Além disso, a dependência de infraestruturas críticas — como APIs de integração bancária, plataformas de câmbio e sistemas de pagamento — pode funcionar como insumo essencial de acesso restrito, reforçando a posição dominante dos adquirentes dessas tecnologias (Becker; Mattiuzzo, 2020, p. 67).

No tocante à rivalidade, o setor bancário brasileiro apresenta dinâmicas típicas de mercados de baixa contestabilidade. A reduzida variância de *market share*, as margens de lucro historicamente elevadas e a concentração em poucos agentes dificultam a existência de uma rivalidade efetiva e sustentada (CADE, 2021, p. 34-36). Nesse cenário, fintechs atuantes de forma disruptiva — com inovação em produtos, preços agressivos ou modelos alternativos de atendimento — desempenham o papel de “*mavericks*”, isto é, concorrentes não convencionais que pressionam os incumbentes a manter estratégias competitivas (Kovacic; Shapiro, 2000, p. 57). A aquisição desses agentes inovadores por bancos tradicionais pode gerar impacto concorrencial desproporcional à sua participação de mercado, na medida em que elimina uma fonte de rivalidade dinâmica e potencial. Essa preocupação é especialmente relevante em mercados de produtos diferenciados, onde a elasticidade-preço cruzada¹⁷⁷ entre os produtos é assimétrica e o poder de mercado não se expressa apenas por meio de quotas, mas também pela capacidade de captar desvios de demanda entre substitutos próximos (CADE, 2021, p. 38-39).

Além disso, a análise do poder de portfólio é fundamental em operações que envolvem grandes bancos e fintechs especializadas. A literatura e os precedentes do CADE demonstram que a formação de portfólios extensos pode gerar economias de escopo relevantes, reduzir custos médios de

177 “A elasticidade cruzada mostra o que acontece quando o preço de um de dois bens substitutos se altera. Tomemos, por exemplo gasolina azul e a gasolina comum. Se houver um aumento na gasolina azul, o consumo da gasolina comum certamente sofrerá um aumento. Ao contrário, se baixar o preço da gasolina comum, o consumo da gasolina azul certamente sofrerá uma redução. Neste caso, a elasticidade cruzada desses dois bens é positiva e os bens dizem-se substitutos. Quando a elasticidade cruzada de dois bens é menor que zero, os bens dizem-se complementares e ao aumentar o preço de um, o consumo do outro sofrerá uma redução. Por exemplo o café e o açúcar. Se o preço do café diminuir, o consumo do açúcar aumentará”.

produção e ampliar a fidelização dos consumidores, dificultando o acesso e a sobrevivência de concorrentes menores (CADE, 2021, pp. 39-40). A construção de ecossistemas financeiros integrados, nos quais uma única entidade oferece serviços de conta, crédito, investimentos, seguros e meios de pagamento, intensifica o custo de substituição para o consumidor e cria barreiras à entrada baseadas em conveniência e interdependência de serviços. Ademais, a capacidade de adotar estratégias de subsídio cruzado, reduzindo temporariamente os preços em mercados estratégicos para eliminar rivais e compensando essas perdas em segmentos mais estáveis, amplia o risco de fechamento de mercado (CADE, 2021, p. 40).

Diante dessas considerações, a análise do risco de exercício de poder de mercado deve ir além da verificação de sobreposição horizontal ou de variações marginais nos índices de concentração. É necessário incorporar variáveis estratégicas e dinâmicas, como os incentivos à inovação, a exclusão de concorrentes com potencial de crescimento e o impacto sobre os mecanismos de escolha dos consumidores. Como destaca a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, mercados digitais e intensivos em dados exigem uma abordagem que privilegie a proteção do processo concorrencial ao longo do tempo, e não apenas a fotografia estrutural no momento da operação (OCDE, 2018, p. 22).

Normativamente, a Lei nº 12.529 de 2011 prevê que atos de concentração que resultem em aumento de poder de mercado ou reforço de posição dominante podem ser reprovados, ainda que não impliquem eliminação completa da concorrência (BRASIL, 2011, art. 88, § 5^o¹⁷⁸). Nesse sentido, a simples elevação da capacidade de influência unilateral sobre preços, qualidade, inovação ou condições de acesso ao mercado pode justificar a imposição de restrições ou remédios estruturais e comportamentais. Em última instância, como observa Fernandes (2021, p. 185), o poder de mercado em ambientes digitais pode se manifestar menos pela elevação direta

178 § 5o Serão proibidos os atos de concentração que impliquem eliminação da concorrência em parte substancial de mercado relevante, que possam criar ou reforçar uma posição dominante ou que possam resultar na dominação de mercado relevante de bens ou serviços, ressalvado o disposto no § 6o deste artigo.

de preços e mais pela inibição de inovações, deterioração da qualidade dos serviços e pela homogeneização de modelos de negócio. Assim, a aquisição de *fintechs* por bancos incumbentes, ainda que sob o pretexto de sinergias tecnológicas ou expansão de escopo, deve ser examinada sob um escrutínio rigoroso, pautado em parâmetros dinâmicos, a fim de assegurar a preservação da concorrência e da inovação no sistema financeiro.

6.1.4. Poder de compra e assimetrias entre *players* bancários

No tocante a análise do poder de compra em atos de concentração, embora frequentemente subestimada em comparação ao poder de venda, é de suma relevância no contexto bancário. Trata-se da capacidade de um agente econômico de impor condições comerciais aos seus fornecedores ou parceiros (CADE, 2016), seja por seu tamanho, escopo, ou importância estratégica no ecossistema em que atua (CADE, 2016, p. 40). No setor financeiro, o poder de compra pode se manifestar na forma de exclusividades com provedores de tecnologia, acesso privilegiado a plataformas de pagamentos ou mesmo domínio sobre talentos especializados em ciência de dados e inteligência artificial.

Bancos consolidados, por sua posição histórica, estrutura robusta e forte presença regulada, detêm capacidades operacionais e financeiras significativamente superiores às das *fintechs*. Essa assimetria se traduz em vantagens estruturais, como maior acesso a capital, custos reduzidos de *funding*, possibilidade de realizar investimentos em larga escala em tecnologia e compliance, e maior capacidade de absorção de choques macroeconômicos. Esses fatores conferem aos grandes bancos uma margem de manobra que pode ser usada para impor condições desvantajosas a parceiros menores e, potencialmente, para bloquear o crescimento de competidores inovadores (Fernandes, 2021).

A simetria de informação é um fator crítico. Instituições incumbentes detêm vastos históricos de relacionamento com clientes, incluindo dados financeiros, de consumo e de crédito. Mesmo com a entrada em vigor da Lei Geral de Proteção de Dados (Lei nº 13.709 de 2018) e da regulação de *Open*

Banking, ainda há concentração de dados relevantes nas mãos dos grandes bancos. A utilização estratégica desses dados confere vantagens competitivas inatingíveis para *fintechs*, que muitas vezes iniciam sua atuação com bases de dados limitadas e dependem do compartilhamento regulado para acessar clientes e ampliar sua atuação (Pereira Neto; Renzetti, 2020).

Além disso, o poder de compra se manifesta na possibilidade de verticalização e internalização de insumos essenciais. Grandes instituições financeiras possuem capacidade de desenvolver internamente soluções tecnológicas que, para as *fintechs*, são adquiridas de terceiros. Isso inclui sistemas de gestão de risco, análise de crédito, aplicativos móveis, autenticação de identidade, entre outros. Essa capacidade reduz a dependência de fornecedores e permite a criação de barreiras adicionais à entrada, já que o custo de replicação dessas infraestruturas é inatingível para a maioria das startups (Zingales, 2018).

No campo das parcerias estratégicas, bancos consolidados têm maior poder de barganha na negociação com empresas de tecnologia, reguladores e demais *stakeholders*¹⁷⁹. Esse poder pode ser usado para estabelecer cláusulas de exclusividade, priorização no desenvolvimento de funcionalidades, ou acesso privilegiado a versões beta de produtos. Tais práticas podem comprometer o princípio de isonomia concorrencial e reduzir a capacidade de competição das *fintechs* em condições justas.

Outro ponto relevante diz respeito ao capital humano. As grandes instituições atraem profissionais altamente qualificados, oferecendo

179 “Eles podem incluir indivíduos, grupos, comunidades, instituições ou qualquer entidade que tenha um interesse legítimo no que uma empresa ou projeto realiza. Para entender o que são *stakeholders*, é importante saber que eles podem ser internos ou externos. Os internos são aqueles diretamente ligados à organização, como funcionários, acionistas e gerentes. Já os externos incluem clientes, fornecedores, governo, organizações não governamentais (ONGs), comunidades locais e a sociedade em geral. Geralmente, a tradução de *stakeholders* pode ser feita como “partes interessadas” ou “partes envolvidas”. No entanto, o termo original tem uma conotação mais abrangente, referindo-se não apenas a indivíduos ou grupos afetados diretamente por uma organização ou projeto, mas também àqueles que têm interesse, influência ou impacto sobre ele” (AGRELA, Lucas. *Stakeholders: o que são e quais são os principais tipos*. *Exame*, 1 set. 2023. Disponível em: <https://exame.com/carreira/guia-de-carreira/stakeholders-o-que-sao-e-quais-sao-os-principais-tipos/>. Acesso em: 13 maio 2025).

estabilidade, salários competitivos e pacotes de benefícios que raramente são igualados pelas *fintechs*. Isso gera uma assimetria na capacidade de inovação, já que o capital intelectual constitui um dos principais ativos das empresas digitais. Além disso, a retenção de talentos por bancos pode, intencionalmente ou não, gerar escassez de mão de obra qualificada disponível no mercado, elevando os custos de operação para concorrentes menores (OCDE, 2019, p. 21).

As assimetrias também são visíveis na capacidade de responder a mudanças regulatórias. Enquanto as instituições financeiras tecnológicas precisam realocar recursos significativos para se adaptar a novas normas do Banco Central, grandes bancos já contam com departamentos internos especializados em regulação e equipes jurídicas estruturadas. Isso reduz o impacto de mudanças normativas para os incumbentes e pode criar vantagens artificiais em contextos de transição regulatória (BACEN, 2021).

Em casos de aquisição, essas assimetrias ganham nova dimensão. A incorporação de *fintechs* por bancos consolidados pode ser motivada não apenas por ganhos operacionais, mas também pela eliminação de riscos concorrenciais futuros. Essa prática, conhecida como "*killer acquisition*", foi amplamente documentada no setor de tecnologia e começa a emergir também no setor bancário. O CADE deve, portanto, analisar com rigor operações em que há forte assimetria entre as partes, especialmente quando a adquirida desempenha papel relevante em nichos não atendidos pelos incumbentes (Mattiuzzo; Becker, 2020, p. 121).

A jurisprudência internacional também tem se debruçado sobre o impacto das assimetrias de poder de compra. Em decisões envolvendo mercados digitais, autoridades como a Comissão Europeia¹⁸⁰ e o *Federal*

180 "Nos últimos anos, as preocupações com as transações no setor farmacêutico que prejudicam a inovação e a concorrência por meio da descontinuação de projetos de P&D de medicamentos sobrepostos, as chamadas "aquisições matadoras", levaram a ações regulatórias e pesquisas. Em 28 de novembro de 2024, a DG Concorrência publicou um estudo de avaliação ex post sobre as «aquisições matadoras» no setor farmacêutico realizado pela Lear. A primeira parte do estudo avaliou, por meio de apuração de fatos, a difusão e as características do fenômeno das aquisições de assassinos. A segunda parte do estudo apresenta uma avaliação ex-post dos casos que podem ter envolvido aquisições de assassinos e avalia a aplicação anterior da Comissão para lidar com potenciais aquisições de assassinos"

*Trade Commission*¹⁸¹ têm reconhecido que grandes plataformas podem usar seu poder de compra para excluir rivais, inviabilizar modelos de negócio inovadores ou distorcer o funcionamento do mercado por meio de discriminação nos termos de acesso (European Commission, 2020, p. 18).

Portanto, é necessário que a análise concorrencial dos atos de concentração no setor bancário incorpore a avaliação do poder de compra e das assimetrias entre os *players*. Ignorar esses fatores pode levar à aprovação de operações que, embora aparentemente inofensivas em termos de sobreposição horizontal, resultem em reforço da posição dominante, exclusão de concorrentes inovadores e redução da diversidade de modelos de negócio. O papel do CADE, nesse cenário, deve ser o de preservar um ambiente concorrencial inclusivo, dinâmico e inovador, mesmo diante da natural assimetria entre os agentes envolvidos.

A análise do poder de compra, portanto, deve deixar de ser periférica e passar a ocupar lugar central nas avaliações concorrenciais que envolvam agentes com distintos graus de estrutura, tecnologia e capacidade de reação. Essa mudança de enfoque é fundamental para garantir que o sistema financeiro permaneça plural, acessível e orientado à inovação.

6.1.5. Eficiências econômicas e o *trade-off* concorrencial

Como é sabido, diante da assimetria estrutural entre esses agentes, a avaliação de eficiências econômicas torna-se crucial, especialmente à luz do

(EUROPEAN COMMISSION. Online expert workshop: killer acquisitions. *Competition Policy*, 2021. Disponível em: https://competition-policy.ec.europa.eu/about/reaching-out/online-expert-workshop-killer-acquisitions_en. Acesso em: 13 maio 2025).

181 “Ao mesmo tempo, a FTC expressou consistentemente (e publicamente) preocupação significativa com 'aquisições matadoras', ou seja, negócios nos quais empresas farmacêuticas entrincheiradas compram ativos supostamente com o objetivo de eliminar a concorrência futura. Além disso, em várias transações ao longo de 2023, a equipe da FTC explorou as questões factuais relevantes para essa teoria de 'aquisição assassina', mesmo que os ativos em questão estivessem em estágio inicial ou de alto risco, ou envolvessem uma área terapêutica em que o comprador já enfrentava concorrência significativa. O que a FTC ainda não havia feito, até o ano passado, era buscar ações de fiscalização com base em uma teoria de aquisição assassina” (GLOBAL COMPETITION REVIEW. United States: FTC pharma scrutiny expected to continue following step-up in “killer acquisition” enforcement. *Global Competition Review*, 2024. Disponível em: <https://globalcompetitionreview.com/guide/guide-life-sciences/third-edition/article/united-states-ftc-pharma-scrutiny-expected-continue-following-step-in-killer-acquisition-enforcement>. Acesso em: 13 maio 2025).

art. 88, §6º, inciso II, da Lei nº 12.529/2011, que condiciona a aprovação de atos com potencial de eliminar concorrência à comprovação de ganhos de eficiência que beneficiem substancialmente os consumidores (BRASIL, 2011).

A aplicação do dispositivo legal exige que o CADE verifique a existência de benefícios prováveis e verificáveis — ou seja, concretos, mensuráveis e diretamente decorrentes da operação em análise. Esses ganhos não podem ser meras expectativas futuras ou promessas genéricas, mas devem ser demonstrados com evidências técnicas, estimativas consistentes e documentação de suporte. A análise considera não apenas a plausibilidade dos ganhos, mas também sua capacidade de serem realizados em um prazo razoável e sua intensidade frente aos efeitos anticompetitivos da operação (CADE, 2016, p. 45).

Outro critério indispensável é a demonstração de impacto positivo no bem-estar do consumidor. Não basta que a concentração gere eficiências internas para as empresas envolvidas; é essencial que parcela relevante desses ganhos seja efetivamente repassada aos consumidores, por meio de redução de preços, ampliação da oferta, melhoria de qualidade ou inovação. O foco da análise é assegurar que o consumidor não seja prejudicado por aumentos de preços, retração de serviços ou menor diversidade no mercado (CADE, 2016, p. 45).

O conceito de eficiências específicas também orienta a avaliação do CADE. Apenas os ganhos diretamente relacionados à operação — e que não possam ser atingidos por meios menos anticompetitivos — são considerados válidos. Eficiências genéricas, como crescimento natural da empresa ou melhorias de gestão não decorrentes da fusão ou aquisição, não são admitidas. As eficiências específicas podem incluir sinergias operacionais, ganhos de escala, padronização tecnológica ou integração de processos logísticos (CADE, 2016, p. 46). Segundo o CADE:

“Consideram-se ‘eficiências passíveis de contabilização’ apenas aquelas que sejam específicas da operação, ou seja, somente aquelas que não poderiam ser alcançadas de outra forma senão por meio do AC. [...] As eficiências alegadas não

serão consideradas quando forem estabelecidas genericamente, quando forem especulativas ou quando não puderem ser verificadas, ou ainda quando adotarem hipóteses ou cenários não condizentes com a previsão de impacto do AC sobre o mercado”.

Além disso, o CADE pode considerar externalidades positivas associadas à operação, desde que comprovadas. Isso abrange efeitos indiretos, como aumento de investimentos em P&D, impacto na cadeia de fornecedores, ou desenvolvimento de soluções tecnológicas com efeitos multiplicadores no mercado. Contudo, essas externalidades precisam ser demonstradas de forma objetiva e com vínculo claro com a operação — não são aceitas alegações amplas e não mensuráveis. Conforme o guia (CADE, 2016, p. 47):

“A apropriação de externalidades positivas aumenta a eficiência dos mercados. É exemplo de efeito desse tipo a apropriação de *spillovers* tecnológicos¹⁸², a racionalização da oferta em setores caracterizados por problemas de excesso de capacidade instalada e a disponibilização de mais e melhores informações para os consumidores”.

O conceito de *trade-off* concorrencial traduz o dilema enfrentado pela autoridade antitruste entre permitir uma concentração que ameaça a rivalidade e aceitar os ganhos de eficiência que ela possa gerar. A literatura reconhece que a redução da concorrência pode ser compensada, em certos casos, por ganhos que melhoram o bem-estar social. No entanto, o equilíbrio entre eficiência e preservação do processo competitivo é delicado, especialmente em mercados com estrutura concentrada e barreiras à entrada (Castro, 2017, p. 122).

A assimetria entre *fintechs* e bancos tradicionais é central nessa análise. Enquanto bancos detêm infraestrutura consolidada, capital intensivo e redes de relacionamento, as instituições financeiras digitais operam com modelos ágeis,

182 Os *spillovers* correspondem à difusão do conhecimento, fazendo com que um conhecimento deixe de ser exclusivo de uma organização e seja acessado por outros, contribuindo para o conhecimento coletivo (Gilbert; Mcdougall; Audretsch, 2008).

inovação digital e nichos de mercado ainda em formação. Em atos de concentração, essa diferença pode resultar na eliminação de concorrentes disruptivos e no enfraquecimento da rivalidade. A aquisição de *fintechs* por bancos pode configurar estratégias defensivas para neutralizar ameaças tecnológicas e preservar posição dominante (Castro, 2017).

O CADE adota metodologia estruturada, conforme descrito em seu Guia de Análise, composta por etapas como definição do mercado relevante, análise do nível de concentração, identificação de efeitos unilaterais e coordenados, além da ponderação dos ganhos de eficiência. Em mercados digitais, são incluídos elementos adicionais como presença em mercados de dois lados, eliminação de *mavericks* e integração vertical (CADE, 2016, p. 9-10; p. 51-52).

Os riscos de se aprovar atos de concentração com base em eficiências de curto prazo são evidentes. Muitas vezes, ganhos imediatos em escala e custo são utilizados como justificativa para operações que, a longo prazo, restringem a inovação e a entrada de novos concorrentes. Isso é especialmente grave no setor financeiro digital, que depende da competição contínua entre novos entrantes para promover inclusão financeira, redução de taxas e desenvolvimento tecnológico (Castro, 2017).

A mensuração dos ganhos de eficiência apresenta desafios técnicos. Em mercados digitais, as métricas convencionais — como preços e participação de mercado — muitas vezes não capturam com precisão os efeitos concorrenciais ou os benefícios esperados. A volatilidade dos dados, a rapidez na inovação e a ausência de *benchmarks* dificultam a verificação dos impactos líquidos da operação. Isso reforça a importância de análises contrafactuais e metodologias robustas de avaliação econômica (CADE, 2016, p. 49).

Por fim, o papel do CADE vai além da arbitragem técnica entre concentração e eficiência. Cabe-lhe zelar pela integridade do processo competitivo, em conformidade com os valores constitucionais da ordem econômica brasileira. O órgão deve aplicar o direito antitruste com visão estratégica, considerando não apenas o bem-estar imediato do consumidor, mas também a manutenção de um ecossistema inovador, plural e acessível.

Como lembra Castro (2017), a proteção da rivalidade é elemento essencial ao desenvolvimento econômico inclusivo — especialmente em países em desenvolvimento.

6.2. O papel do CADE e do BACEN na regulação das aquisições eliminatórias

A regulação adequada dessas operações envolvendo bancos incumbentes e *fintechs* exige um olhar atento e integrado das autoridades responsáveis pela concorrência e pelo sistema financeiro, notadamente o Conselho Administrativo de Defesa Econômica e o Banco Central do Brasil.

Diante dessa realidade, os próximos tópicos se propõem a examinar, em três blocos distintos, como a atuação conjunta e complementar entre CADE e BACEN pode fortalecer a proteção da concorrência e, ao mesmo tempo, preservar o dinamismo, inclusão financeira e inovação no mercado bancário. Serão analisadas as competências de cada órgão, os limites regulatórios existentes e as propostas legislativas para superar as lacunas atuais, especialmente no que diz respeito às aquisições que escapam dos filtros tradicionais de notificação.

O primeiro tópico abordará uma recapitulação sobre a competência concorrencial entre o CADE e o BACEN na análise de atos de concentração no setor financeiro, conforme desenvolvido no capítulo dois. A partir da identificação de um conflito aparente de competências, serão recapituladas as principais interpretações jurídicas e institucionais que envolvem a atuação de cada autarquia, destacando os fundamentos que sustentam tanto a tese da exclusividade do BACEN quanto a visão de complementaridade defendida pelo CADE. Esse tópico servirá para reforçar a importância da cooperação regulatória entre os dois órgãos e preparar o terreno para a análise de como a atuação conjunta contribui para um controle mais eficiente de operações com potencial anticompetitivo no ambiente financeiro.

Sem seguida, o segundo tópico tratará da necessidade de atuação coordenada entre CADE e BACEN para proteção da inovação, considerando que a inovação é um dos principais motores da competição em mercados

digitais. A atuação isolada de cada órgão pode não ser suficiente para identificar e coibir práticas que comprometem o potencial competitivo de novos entrantes. Por isso, será discutida a importância da troca de informações, da harmonização metodológica e da institucionalização de mecanismos de cooperação.

Por fim, o terceiro e último tópico será “Releitura dos Critérios de Notificação de Atos de Concentração: Limites do §7º do art. 88, da Lei 12.529 de 2011 e Propostas para as análises dos atos de concentração”. Nele, serão analisadas as fragilidades do modelo atual de notificação obrigatória por critérios financeiros, bem como os limites previstos na legislação. A partir disso, serão discutidas propostas para a ampliação do escopo de controle, com vistas a garantir uma análise preventiva mais eficaz, especialmente no setor das instituições financeiras tecnológicas.

Com essa estrutura, o capítulo pretende oferecer uma reflexão crítica e propositiva sobre os instrumentos regulatórios disponíveis, os entraves normativos e institucionais enfrentados e os caminhos possíveis para uma atuação mais integrada entre CADE e BACEN, visando a preservação de mercados concorrenciais, inovadores e equilibrados.

6.2.1. A competência concorrencial do CADE e do BACEN: atos de concentração no setor financeiro

Com base na análise detalhada realizada nos tópicos “2.3.3.1”, “3”, “3.1”, “3.2” e 4, é possível recapitular as competências relacionadas à análise de atos de concentração no mercado financeiro, ressaltando a complexidade da relação institucional entre o BACEN e o CADE. A suposta sobreposição entre as funções de ambas as autarquias configura, na verdade, um conflito aparente de competências, cuja solução passa pela aplicação de critérios hermenêuticos como a especialidade, subsidiariedade e prevalência normativa. A partir dessa ótica, torna-se viável promover uma harmonização funcional que garanta a segurança jurídica e a coerência do sistema regulatório, sem prejuízo às atribuições legítimas de cada órgão.

O parecer da AGU, que reconheceu a competência exclusiva do Banco Central para análise de atos de concentração no Sistema Financeiro Nacional, baseou-se em argumentos como a hierarquia normativa da Lei nº 4.595 de 1964, sua recepção como lei complementar, e a especialidade de suas disposições frente à legislação concorrencial geral. Ademais, destacou-se a amplitude dos poderes conferidos ao BACEN pela Lei nº 9.447 de 1997 e a existência de sanções próprias para infrações concorrenciais, mesmo que distintas das previstas na Lei nº 12.529 de 2011. Segundo essa linha interpretativa, a atuação do CADE nesse contexto seria suprimida, dada a suposta exclusividade conferida ao BACEN.

No entanto, o entendimento consagrado pelo voto do ex-conselheiro Celso Fernandes Campilongo, no caso *Finasa*, oferece uma leitura mais equilibrada e sistematicamente adequada. Sustenta-se que BACEN e CADE desempenham funções complementares: o primeiro atua com foco na estabilidade do sistema financeiro e na regulação prudencial, enquanto o segundo exerce função repressiva e adjudicatória no campo do direito concorrencial. A aplicação da legislação antitruste ao setor financeiro é defendida com base na Constituição e em normas infraconstitucionais, que não isentam bancos e demais instituições financeiras do controle concorrencial.

Ademais, o voto do conselheiro Campilongo refutou a tese da prevalência hierárquica da Lei nº 4.595 de 1964 sobre a legislação antitruste, apontando que ambas possuem fundamentos constitucionais distintos e tratam de matérias complementares. Também se evidenciou que a legislação bancária não oferece instrumentos suficientemente robustos para a repressão de práticas anticompetitivas, tampouco contempla um regime técnico comparável ao da legislação antitruste. Isso reforça a necessidade de atuação conjunta e especializada do CADE, cuja expertise técnica se mostra essencial para a análise de estruturas de mercado e condutas anticompetitivas.

A partir de embates institucionais e decisões judiciais que pouco contribuíram para uma solução definitiva, BACEN e CADE evoluíram para um modelo de cooperação institucional. O Memorando de Entendimentos firmado em 2018 representa um marco na construção de um modelo regulatório

dialogado, em que se busca evitar sobreposições e garantir uma atuação coordenada. A exigência de submissão simultânea das operações às duas autoridades, salvo em casos excepcionais de risco sistêmico, assegura maior racionalidade e previsibilidade às análises de atos de concentração.

Esse modelo de regulação compartilhada confere maturidade ao sistema regulatório, pois conjuga a expertise prudencial do BACEN com a competência repressiva e analítica do CADE. Essa complementaridade permite respostas mais eficazes frente a operações complexas e inovadoras, como aquelas que envolvem *fintechs* e *startups*, cuja dinâmica requer atenção especial tanto à estabilidade do sistema quanto à manutenção de condições concorrenciais adequadas. Assim, consolida-se uma abordagem que fortalece a governança regulatória, a segurança jurídica e a proteção à livre concorrência no setor financeiro.

6.2.2 A necessidade de atuação coordenada entre CADE e BACEN para proteção da inovação

A inovação no setor financeiro tem se consolidado como elemento essencial para o desenvolvimento econômico e a modernização das estruturas produtivas. A crescente digitalização dos serviços bancários, o avanço das *fintechs* e o surgimento de novos modelos de negócio com base em tecnologias disruptivas, como *blockchain* e inteligência artificial¹⁸³, têm redesenhado a dinâmica concorrencial desse setor (Unctad, 2010, p. 2). Esses movimentos exigem um ambiente institucional capaz de conciliar estabilidade financeira com estímulo à rivalidade e à entrada de novos agentes inovadores.

183 “A inteligência artificial deixou de ser apenas um diferencial competitivo para se tornar um componente essencial do ecossistema financeiro. Mais do que um modismo, o uso de modelos baseados em IA impacta tanto a forma como os produtos financeiros são ofertados quanto o próprio funcionamento do mercado. E não estamos falando apenas em acelerar processos ou reduzir custos, mas em reconfigurar os processos de decisões de investimento, avaliação de risco, análise de mercado e relacionamento com clientes” (IA no mercado de capitais: casos e perspectivas. Consultor Jurídico, São Paulo, 23 abr. 2025. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2025-abr-23/ia-no-mercado-de-capitais-casos-e-perspectivas/>. Acesso em: 16 maio 2025).

A entrada de *fintechs* representa, *per se*, uma fonte de pressão concorrencial benéfica, ao oferecer produtos e serviços financeiros com menores custos, maior agilidade e maior aderência às necessidades de consumidores não bancarizados (CUTS, 2007, p. 4). No entanto, essa rivalidade é vulnerável a práticas de neutralização, como as chamadas aquisições eliminatórias — operações de concentração nas quais empresas dominantes adquirem *startups* inovadoras com o intuito de evitar futuras disputas de mercado (Tollini, 2014, p. 23). Tais aquisições, embora não pareçam ameaçadoras do ponto de vista estrutural ou financeiro, podem ter efeitos deletérios sobre o dinamismo da concorrência.

A natureza da inovação no setor financeiro impõe desafios adicionais à política de concorrência. Como destaca Chemtob (2007, p. 2), os mercados regulados, sobretudo os que envolvem externalidades sistêmicas, requerem instrumentos institucionais específicos, que levem em consideração não apenas as estruturas de mercado, mas também os processos de inovação, os dados comportamentais dos consumidores e as barreiras tecnológicas à entrada. A atuação conjunta de autoridades setoriais e de defesa da concorrência surge¹⁸⁴, nesse contexto, como elemento indispensável à proteção do ambiente inovador.

No Brasil, essa coordenação institucional deve ser desempenhada, sobretudo, pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica e pelo Banco Central. A discussão sobre a competência de cada órgão em relação à análise de atos de concentração já foi amplamente enfrentada e não será objeto de aprofundamento neste tópico. Aqui, parte-se do pressuposto de que a

184 “Quanto aos benefícios advindos de uma melhor cooperação/coordenação regulatória, pode-se destacar a redução dos custos regulatórios para os agentes econômicos e para os órgãos reguladores, devido à melhoria das capacidades exercidas por estes últimos; a diminuição das atividades necessárias para que os regulados estejam de acordo com as normas estabelecidas pelos reguladores (e, portanto, redução dos custos de conformidade); a criação de agendas regulatórias pelos reguladores que se complementam e priorizam objetivos e resultados em comum; a diminuição da possibilidade de os regulados violarem as regulamentações, pois haverá uma partilha de responsabilidades relacionadas à supervisão e ao cumprimento das normas no âmbito do espaço regulatório compartilhado; a diminuição dos custos de supervisão e fiscalização dos mercados regulamentados, entre outras vantagens” (Seixas, Luiz. Cooperação regulatória entre autoridades antitrustes e agências reguladoras: análise empírica e institucional do Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Orientação de Flávio Saab. Brasília: Escola Nacional de Administração Pública – Enap, 2024. 49 p. Monografia. Disponível em: <https://repositorio.enap.gov.br/handle/1/8361>. Acesso em: 19 maio 2025)

complementaridade entre essas instituições é o caminho mais adequado para assegurar tanto a estabilidade quanto a concorrência no setor financeiro e inovação (Tollini, 2014, p. 24).

O Memorando de Entendimentos nº 1/2018¹⁸⁵, estabeleceu um marco relevante ao formalizar canais de diálogo e troca de informações entre CADE e BACEN para a análise de atos de concentração envolvendo instituições financeiras. Visando é garantir a segurança jurídica, eficiência, e concorrência nos mercados regulados, e em especial findar o a celeuma que já se arrastava a mais de duas décadas

Ainda assim, a simples existência de um marco normativo não garante, por si só, a efetividade da coordenação. É necessário que essa atuação conjunta seja operacionalizada de maneira tempestiva, técnica e voltada à prevenção de danos concorrenciais de difícil reparação. A literatura internacional aponta que, em setores inovadores, as intervenções tardias frequentemente perdem sua eficácia, dada a velocidade com que mercados são reorganizados após a exclusão de um competidor (OCDE, 2019, p. 3). Nesse sentido (Pablo Ibáñez, 2020, p. 6):

“O desejo de agir rápida e decisivamente para enfrentar as ameaças percebidas ao processo competitivo é compreensível. O desejo de aprimorar o sistema para melhor, por sua vez, é louvável. O fato de o direito da concorrência ser considerado uma parte importante da resposta a algumas das preocupações mais urgentes da sociedade, por fim, diz muito sobre a relevância contínua de um campo que foi introduzido em um cenário econômico e tecnológico diferente e que se mostrou capaz de se adaptar a novas demandas.

O zelo pela mudança, no entanto, às vezes chega ao ponto de questionar alguns dos pilares do campo. O fato de a política de concorrência ser aplicada por meio de lei é agora criticado

185 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Memorando de entendimentos entre o Banco Central do Brasil e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Brasília: BCB, 28 fev. 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Organizacao/memorando_cade_bc_28022018.pdf. Acesso em: 16 maio 2025.

abertamente em alguns setores. O argumento é relativamente simples: livre dos grilhões legais, a intervenção seria mais rápida, mais eficaz e mais responsiva. Subjacente a essa posição está a ideia de que o direito é inerentemente conservador e insuficientemente reativo a questões emergentes. Ela vê com desconfiança a aversão dos tribunais da UE a mudanças radicais e a preferência por ajustes incrementais nas doutrinas jurídicas.”

Além disso, a atuação preventiva exige, entre outros fatores, a incorporação de métricas qualitativas na análise de atos de concentração. O critério de faturamento, previsto na Lei nº 12.529 de 2011 como condição para notificação obrigatória ao CADE, mostra-se insuficiente para capturar operações que, embora envolvam empresas de baixo porte, apresentam alta relevância estratégica (Cuts, 2007). Como reforça o UNCTAD “*Model Law on Competition*” (2010, p. 2), é necessário observar o impacto potencial da operação sobre a inovação, independentemente do tamanho das empresas envolvidas.

A experiência internacional confirma essa preocupação. Nos Estados Unidos, por exemplo, o FTC¹⁸⁶ e o Departamento de Justiça (DoJ) vêm

186 “A FTC considera as aquisições e o controle contínuo do WhatsApp e do Instagram anticompetitivos pelas mesmas razões. De acordo com a FTC, ambas as aquisições não constituem concorrência pelo mérito porque a Meta usou o mesmo manual em ambos os casos para neutralizar uma ameaça ao seu monopólio de rede social (parágrafos 105, 127 da reclamação): Primeiro, a Meta não conseguiu desenvolver serviços concorrentes igualmente bem-sucedidos depois de identificar as ameaças representadas por aplicativos emergentes de compartilhamento de fotos, como o Instagram, e aplicativos de mensagens móveis, como o WhatsApp (parágrafos 83, 115). Em segundo lugar, a Meta percebeu que as fusões e aquisições eram a única solução para eliminar a concorrência (parágrafos 87, 129). Em terceiro lugar, cessou os seus próprios esforços de desenvolvimento para criar um serviço concorrente (n.º 98). Em ambos os casos, a FTC argumenta que a aquisição privou os consumidores dos benefícios da concorrência na forma de um provedor adicional caracterizado por tomada de decisão competitiva e inovação, concorrência em serviços orientados ao usuário, como privacidade ou serviços sem anúncios, e maior pressão competitiva sobre o serviço de rede social da Meta (parágrafos 105, 127). A lista preliminar de desejos de soluções da FTC no final da queixa é longa e ambiciosa. Começa pedindo ao tribunal que ordene que a Meta aliene ou reestruture seus negócios, incluindo, mas não se limitando a, uma separação estrutural do Instagram e do WhatsApp ou aviso prévio e aprovação de quaisquer aquisições que a Meta planeja fazer no futuro, entre outras coisas (seção XI da reclamação)” (HINCK, Sarah. Big Tech Antitrust Scrutiny Across the Atlantic. *Verfassungsblog*, 21 abr. 2025. Disponível em: <https://verfassungsblog.de/big-tech-antitrust-scrutiny-across-the-atlantic-meta-ftc-tech/>. Acesso em: 16 maio 2025).

¹⁸⁷intensificando a análise de aquisições de pequenas empresas de tecnologia por grandes plataformas digitais, mesmo quando os valores envolvidos não exigem notificação prévia (Uctad, 2010, p. 4). A lógica se aplica também ao setor financeiro, onde dados, rede de usuários e algoritmos substituem o tradicional poder de mercado baseado em ativos físicos.

É nesse contexto que se insere a importância da atuação coordenada entre CADE e BACEN: cada órgão detém expertise técnica específica e acesso a diferentes bases de dados, o que permite uma análise mais abrangente das consequências econômicas de uma operação. Como destaca Stuart Chemtob (2007), a defesa da concorrência não pode ser suprimida em nome da regulação setorial, sob pena de se comprometerem os ganhos de eficiência almejados pela liberalização econômica.

187 “O julgamento proposto - que é extraordinariamente ousado pelo escopo e novidade de seus remédios propostos - representa o que poderia ser o último movimento significativo dos reguladores antitruste sob o governo Biden, cuja abordagem musculosa para a aplicação antitruste marca um afastamento da política de concorrência mais contida e focada no bem-estar do consumidor das quatro décadas anteriores. Embora cada vez mais improvável, ainda existe o risco percebido de que um governo Trump encorajado possa continuar ou expandir a abordagem do governo Biden à política de concorrência. Nesse cenário de maior risco regulatório, o Google pode enfrentar pressão para negociar um acordo com o DOJ que aceite alguns desses remédios – mas isso seria um erro. Primeiro, a decisão original do tribunal distrital ignorou a dinâmica do mercado em rápida evolução e as justificativas pró-competitivas oferecidas pelo Google, que devem se tornar mais evidentes à medida que os benefícios tecnológicos para os consumidores da combinação de IA generativa e pesquisa geral se tornam mais claros. Embora a decisão inicial do tribunal tenha ignorado amplamente esses aspectos do caso, tais argumentos poderiam facilmente encontrar uma audiência mais simpática do Tribunal de Apelações dos EUA para o Distrito de Columbia - como foi o caso dos Estados Unidos v. Microsoft em 2001, onde o tribunal de apelações teve uma visão mais ampla da dinâmica do mercado e anulou a decisão do tribunal inferior. Em segundo lugar, conforme apontado por Jeffrey Westling, do American Action Forum, os remédios propostos pelo DOJ, em muitos aspectos, vão além do escopo das preocupações específicas de concorrência identificadas pela decisão de agosto do Tribunal Distrital. Da mesma forma, o provável benefício para o consumidor da maioria das soluções propostas - como a exigência de instalar uma tela de escolha em novos dispositivos do Google - permanece incerto, pois os consumidores já podem mudar para outros mecanismos de pesquisa facilmente. Da mesma forma, com os dispositivos do Google representando pouco menos de 5% do mercado de smartphones dos EUA, tal exigência afetaria apenas uma pequena fração dos usuários de celulares dos EUA. Pelo contrário, propostas como exigir que o Google compartilhe dados de pesquisa com terceiros levantam preocupações significativas de privacidade e segurança de dados, especialmente na ausência de uma legislação abrangente de privacidade de dados dos EUA (em contraste, muitas economias avançadas, incluindo a UE, o Reino Unido, o Canadá e o Japão, promulgaram tais leis)” (NABIL, Ryan. The Department of Justice’s Proposed Remedies for the Google Search Lawsuit: Implications for Innovation and Consumer Welfare. Washington, D.C.: National Taxpayers Union Foundation, 2024. Disponível em: <https://www.ntu.org/foundation/detail/the-department-of-justices-proposed-remedies-for-the-google-search-lawsuit-implications-for-innovation-and-consumer-welfare>. Acesso em: 16 maio 2025).

Em países em desenvolvimento, como o Brasil, a carência de cultura concorrencial e as dificuldades estruturais das autoridades de *enforcement* tornam ainda mais relevante a integração institucional. Segundo relatório da Cuts (2004), a falta de coordenação entre agências reguladoras e órgãos antitruste é uma das principais causas de ineficácia na proteção da concorrência em mercados regulados. Cujo teor importa transcrever (2004, p. 47):

“Como princípio orientador final para definir e gerenciar funções e responsabilidades sobrepostas, o Bureau apoia a cooperação e coordenação interinstitucionais eficazes. Onde houver sobreposição, os objetivos do Bureau são: trabalhar de forma cooperativa e eficaz com outras agências para garantir que atividades comerciais desleais ou anticompetitivas sejam detectadas e prevenidas; minimizar sobreposições e duplicações desnecessárias na análise e tomada de medidas em relação a questões específicas; minimizar os custos para as empresas cumprirem os requisitos da lei da concorrência, bem como os reguladores específicos do setor; e criar uma estrutura de supervisão da concorrência mais segura para as empresas. O Bureau utiliza mecanismos formais e informais para atingir esses objetivos.

Particularmente em setores que estão em transição da regulação para a concorrência, os reguladores tendem a não estar familiarizados com a aplicação potencial da lei da concorrência nos mercados que estão sendo criados. Portanto, um primeiro passo importante na gestão da sobreposição de funções e responsabilidades pode ser informar os reguladores sobre a aplicação potencial da lei da concorrência em seus setores.”

Ademais, a literatura especializada em teoria dos jogos¹⁸⁸ e cooperação institucional indica que, mesmo na ausência de uma autoridade central,

188 A Teoria dos Jogos é um campo originalmente matemático que analisa a tomada de decisões estratégicas em cenários nos quais os agentes - econômicos, sociais ou políticos- interagem de maneira interdependente entre si. Nos preceitos de Bierman (2011, p. 6), a teoria dos jogos “preocupa-se com o modo como indivíduos tomam decisões quando estão cientes de

estratégias de reciprocidade e confiança mútua podem resultar em padrões estáveis de cooperação entre agentes (Axelrod, 1984). O modelo de interação entre CADE e BACEN deve, assim, privilegiar a criação de estruturas formais e informais de confiança técnica, que favoreçam decisões coordenadas e sinérgicas.

Tradicionalmente, a teoria dos jogos distingue entre jogos não cooperativos, em que os agentes agem de forma autônoma buscando maximizar seus próprios interesses, e jogos cooperativos, nos quais os jogadores reconhecem que a coordenação estratégica pode resultar em ganhos conjuntos superiores à soma dos esforços individuais. Essa lógica pode ser transposta ao contexto institucional brasileiro, no qual o CADE e o Banco Central operam com mandatos distintos, mas interdependentes, na supervisão de operações no setor financeiro.

No caso específico das aquisições entre bancos tradicionais e fintechs, a atuação isolada de uma dessas instituições pode gerar falhas de diagnóstico. Enquanto o BACEN se ocupa da estabilidade e da solidez do sistema financeiro, o CADE zela pela preservação da rivalidade e pelo combate a condutas anticompetitivas. Um modelo de atuação inspirado em jogos cooperativos, portanto, é o mais adequado para lidar com os desafios impostos pela digitalização bancária e pelo avanço das tecnologias disruptivas.

Nesse sentido, a teoria dos jogos ajuda a compreender que, sem cooperação institucional, o “jogo” da regulação pode ser perdido em favor dos agentes econômicos que manipulam as lacunas entre os órgãos de controle. A atuação conjunta é, portanto, uma resposta racional e eficiente frente à complexidade do mercado financeiro contemporâneo, e deve ser reforçada como pilar da política de concorrência voltada à inovação.

Essa abordagem demanda mais do que simples comunicação entre as instituições: exige alinhamento estratégico, troca estruturada de informações,

que suas ações afetam uns aos outros e quando cada indivíduo leva isso em conta”. Assim, a Teoria dos Jogos fornece um arcabouço analítico essencial para compreender e prever comportamentos racionais em mercados, negociações, conflitos e diversas outras interações estratégicas.

protocolos de análise conjunta e o desenvolvimento de uma confiança técnica mútua, capaz de permitir decisões tempestivas e equilibradas. A Resolução Memorando de Entendimentos nº 1/2018¹⁸⁹, bem como o “convênio de cooperação técnica que entre si celebraram o Banco Central do Brasil e o Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência”¹⁹⁰, representam um avanço inicial nesse sentido, mas precisa ser acompanhada por mecanismos institucionais permanentes, que incentivem a cooperação de forma estável — como sugere Michael Taylor (1987, p. 60) ao defender que a colaboração entre agentes depende de incentivos à repetição do comportamento cooperativo ao longo do tempo.

Além disso, a própria lógica concorrencial pode ser interpretada como um jogo de estratégias dinâmicas e interativas. Operações como a aquisição de fintechs por grandes bancos podem ser modeladas como jogos sequenciais, nos quais incumbentes reagem preventivamente à entrada de novos concorrentes, eliminando ameaças potenciais antes que estas consolidem poder de mercado — o que se aproxima da lógica das aquisições eliminatórias. A intervenção coordenada entre CADE e BACEN torna-se, nesse cenário, não apenas desejável, mas necessária para equilibrar os incentivos estratégicos do setor e proteger o fluxo contínuo da inovação.

Um dos aspectos mais sensíveis da análise conjunta é o reconhecimento do papel dos dados como insumo essencial à inovação financeira. A concentração de dados por instituições incumbentes pode representar uma barreira significativa à entrada de novos competidores, mesmo na ausência de cláusulas contratuais abusivas ou aumentos de preços (OCDE, 2021, p. 12). Assim, a proteção da concorrência no setor financeiro requer atenção especial às assimetrias informacionais e aos efeitos de rede que caracterizam os mercados digitais.

189 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Memorando de entendimentos entre o Banco Central do Brasil e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Brasília: BCB, 28 fev. 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Organizacao/memorando_cade_bc_28022018.pdf. Acesso em: 16 maio 2025.

190 BANCO CENTRAL DO BRASIL; CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). Convênio de cooperação técnica que entre si celebraram o Banco Central do Brasil e o Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Organizacao/memorando_cade_bc_28022018.pdf. Acesso em: 16 maio 2025.

A atuação coordenada entre CADE e BACEN deve também ser orientada por critérios de interesse público. Conforme dispõe a Constituição Federal, a ordem econômica deve observar o princípio da livre concorrência (art. 170, IV) e a repressão ao abuso do poder econômico (art. 173, §4º). Tais comandos impõem ao Estado o dever de proteger o mercado contra estratégias de concentração que eliminem alternativas tecnológicas e inibam o progresso técnico.

A defesa da inovação, nesse cenário, não é apenas uma opção técnica ou política — é uma exigência constitucional. A neutralização de concorrentes inovadores, por meio de aquisições estratégicas, compromete o pluralismo de modelos de negócio e fragiliza a capacidade do mercado de responder às demandas sociais com eficiência e diversidade.

Para além das questões concorrenciais, a atuação coordenada permite ganhos institucionais relevantes, como a redução de custos regulatórios, o alinhamento de prioridades e o reforço da legitimidade decisória. Como destaca a OCDE (2000, p. 4), a coordenação entre agências em setores regulados contribui para decisões mais robustas, transparentes e alinhadas com os objetivos de longo prazo da política econômica.

A construção de uma cultura de inovação requer que os agentes privados percebam que há um ambiente institucional estável, previsível e comprometido com a preservação da concorrência. A atuação coordenada entre CADE e BACEN transmite a mensagem de que práticas predatórias e estratégias de exclusão de concorrentes não serão toleradas.

O setor financeiro, por sua vez, precisa de inovação para acompanhar a transformação digital da economia como um todo. A concentração excessiva em grandes instituições tende a desacelerar esse processo, ao reduzir os incentivos à adoção de tecnologias mais eficientes e ao concentrar o poder de decisão em poucos atores (Unctad, 2010, p. 5).

Conclui-se, portanto, que a atuação coordenada entre CADE e BACEN é condição necessária à proteção da inovação no setor financeiro. Essa

cooperação deve ser contínua, técnica e voltada à prevenção de danos irreversíveis à rivalidade e à pluralidade de soluções tecnológicas.

A inovação é, acima de tudo, um instrumento de democratização do acesso ao sistema financeiro e de promoção da cidadania econômica. A sua proteção deve ser tratada como prioridade na atuação estatal, sob pena de se perpetuar um modelo excludente, ineficiente e concentrador.

Por fim, cabe reiterar que a coordenação entre autoridades não significa subordinação ou abdicação de competências, mas sim reconhecimento mútuo da interdependência entre estabilidade e concorrência. Somente por meio da cooperação efetiva será possível construir um sistema financeiro moderno, competitivo e orientado ao interesse público.

6.2.3. Releitura dos Critérios de Notificação de Atos de Concentração: Limites do §7º do art. 88, da Lei 12.529 de 2011 e Propostas das análises dos atos de concentração

No contexto de atos de concentração envolvendo instituições financeiras, especificamente quando há a aquisição de *fintechs* por bancos incumbentes, a aplicação do princípio da precaução ao direito concorrencial ganha contornos importantes. Tradicionalmente empregado em matéria ambiental¹⁹¹, esse princípio encontra abrigo no ordenamento jurídico brasileiro e pode ser transportado, com a devida ponderação, ao controle de estruturas nos mercados sensíveis à inovação disruptiva. O setor financeiro, no qual a inovação cumpre papel central de democratização, inclusão e eficiência sistêmica, é um exemplo notável dessa sensibilidade.

Diante disso, defende-se que, em casos de M&A entre bancos consolidados e *fintechs*, deve prevalecer uma presunção relativa de que o ato de concentração enseja risco à continuidade do processo inovativo. Essa presunção não implica condenação prévia da operação, tampouco inversão do

191 Princípio 15 da Declaração do Rio: “Com o fim de proteger o meio ambiente, o princípio da precaução deverá ser amplamente observado pelos estados, de acordo com a suas capacidades. Quando houver ameaça de danos graves ou irreversíveis, a ausência de certeza científica absoluta não será utilizada como razão para o adiamento de medidas efetivas e economicamente viáveis para prevenir a degradação ambiental.”

ônus da prova no sentido técnico-processual, mas sim a imposição de um dever argumentativo e probatório mais rigoroso à parte notificante, especialmente quanto às consequências estruturais e dinâmicas da aquisição sobre a concorrência potencial.

A aplicação de uma presunção relativa¹⁹² justifica-se pela assimetria informacional e pela dificuldade de aferição *ex ante* dos efeitos de longo prazo dessas aquisições sobre a trajetória das empresas adquiridas. Frequentemente, *fintechs* não possuem *market share* ou faturamento significativos, mas ocupam posição estratégica na cadeia de valor, com projetos em fase de crescimento ou com potencial de disrupção do status quo bancário. Assim, a descontinuação dessas atividades inovadoras, ainda que não explicitamente planejada, pode ocorrer por incentivos internos à adquirente, por reestruturações corporativas ou simplesmente pela ausência de sinergia com os interesses estabelecidos do adquirente.

Nesse sentido, entendo que a autoridade concorrencial deve exigir, no momento da notificação do ato de concentração, a produção de prova robusta e concreta quanto à destinação funcional da *fintech* no pós-operação. Um exemplo paradigmático seria a apresentação de um plano de expansão já pré-definido por parte do banco adquirente, revelando a intenção de integrar a estrutura da *fintech* ao seu portfólio de produtos de maneira não meramente ornamental ou defensiva, mas propositiva e estratégica. Tais documentos devem conter indicadores claros de continuidade de investimentos em pesquisa e desenvolvimento, preservação de quadros técnicos, manutenção da identidade da marca adquirida e metas de ampliação de mercado.

É necessário pontuar de antemão, que a mencionada postura não configura interferência indevida na liberdade de iniciativa ou nos legítimos interesses empresariais, mas antes expressa a necessidade de proteger o

192 “Na presunção relativa, ainda que o legislador tenha se fundado em um tipo de raciocínio semelhante ao que o juiz desenvolve para chegar numa presunção judicial, o certo é que essa última é consequência lógica, enquanto a primeira é consequência jurídica. Portanto, se a presunção judicial é um mecanismo de convencimento do juiz, a presunção relativa nada mais é do que a imposição de um dever de dividir o ônus da prova de determinado modo” (MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz. Prova. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 193).

ambiente concorrencial dinâmico e as condições estruturais mínimas para que a inovação floresça. Afinal de contas, nos termos da função preventiva do direito antitruste, é preferível o controle cautelar e fundado em elementos objetivos do que o arrependimento *ex post*, quando o ecossistema já tiver sido comprometido pela eliminação de uma fonte relevante de pressão concorrencial futura.

Logo, a presunção relativa de aquisição eliminatória, quando aplicável a operações entre bancos tradicionais e fintechs, não apenas encontra respaldo na racionalidade econômica moderna e nos princípios do direito concorrencial, como também reforça a vigilância institucional diante de movimentos estratégicos que, sob o manto da neutralidade empresarial, podem comprometer a inovação enquanto vetor essencial da competição nos mercados digitais e financeiros contemporâneos.

Ademais, como foi bem mencionado neste trabalho, é necessária uma releitura dos aspectos das análises dos atos de concentração, no que tange às chamadas aquisições eliminatórias, em especial entre bancos tradicionais e as instituições bancárias tecnológicas. Essas operações, embora muitas vezes não ultrapassem os critérios objetivos de faturamento estabelecidos pela Lei de Defesa da Concorrência, podem ter impactos significativos na estrutura concorrencial dos mercados, particularmente em setores dinâmicos e com forte presença de inovação, como o das fintechs.

O parágrafo 7º do artigo 88 da Lei 12.529 de 2011¹⁹³, oferece ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica a faculdade de, no prazo de um ano a contar da data de consumação, requerer a submissão de atos de concentração que não se enquadrem nos aspectos objetivos de faturamento (Cravo; Motta, 2023). Trata-se de uma cláusula de exame *ex post*, que permite ao órgão antitruste rever negócios que escaparam da análise prévia obrigatória.

193 § 7o É facultado ao Cade, no prazo de 1 (um) ano a contar da respectiva data de consumação, requerer a submissão dos atos de concentração que não se enquadrem no disposto neste artigo.

A possibilidade trazida pelo legislador é interessante, pois reconhece que critérios estritamente financeiros podem não captar o real impacto de uma operação. No entanto, essa previsão legal mostra-se insuficiente em face da velocidade das transformações em mercados altamente digitais, nos quais os ativos mais relevantes nem sempre são refletidos no faturamento das empresas envolvidas.

Richard Posner (1978) observa que, para que a atuação no campo antitruste seja considerada adequada, é necessário que as decisões apresentem, minimamente, uma base teórica coerente e algum grau de objetividade na aplicação das normas. A ausência desses elementos, segundo o autor, configuraria um fracasso institucional da autoridade antitruste em sua função de aplicar com consistência o direito da concorrência.

A questão torna-se ainda mais sensível quando tratamos de aquisições que envolvem empresas *fintechs*. Muitas dessas operações não atingem os patamares de faturamento exigidos pela legislação brasileira, mas resultam na eliminação de agentes promissores ou disruptivos, o que compromete diretamente a concorrência futura. A norma atual, ao condicionar a obrigatoriedade de notificação a critérios objetivos, deixa importantes lacunas na proteção concorrencial.

A analogia frequentemente utilizada para ilustrar essa dificuldade é a tentativa de separar o café do leite após misturados¹⁹⁴. Uma vez concluída uma fusão ou aquisição, sobretudo em empresas de base tecnológica, é extremamente difícil — ou mesmo impossível — reverter os efeitos da integração. As sinergias são rapidamente incorporadas, os times são realocados, as bases de dados são unificadas, e a identidade empresarial original tende a desaparecer.

194 “Um ex-conselheiro do Cade fazia uma interessante comparação entre as referidas operações de fusão/aquisição e a mistura do café com leite, servindo para ilustrar que determinadas combinações de elementos, após misturados, passam a formar um terceiro e novo componente, distinto daqueles que o originaram” (Silva, Victor Oliveira da. Autorização precária ou liminar do ato de concentração. Consultor Jurídico, São Paulo, 22 ago. 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-ago-22/defesa-concorrenca-autorizacao-precaria-ou-liminar-ato-concentracao/>. Acesso em: 16 maio 2025).

Portanto, a possibilidade de intervenção do CADE até um ano após a consumação do ato, embora válida do ponto de vista jurídico, não se mostra plenamente eficaz do ponto de vista concorrencial. Em muitos casos, os efeitos da operação já estarão consolidados e, mesmo que se determine a desconstituição do negócio, o retorno ao status quo ante será inviável na prática.

A própria redação do artigo 88, §7º da Lei de Defesa Econômica não deixa claro se a análise tardia se dará com os mesmos critérios aplicados aos atos obrigatoriamente notificados. Isso gera insegurança jurídica tanto para os agentes econômicos quanto para o próprio órgão de defesa da concorrência, além de abrir margem para tratamentos desiguais. O dispositivo, embora bem-intencionado, revela uma imperfeição legislativa ao lidar com mercados em que o tempo de resposta precisa ser imediato para a tutela efetiva da concorrência.

Nesse sentido, é necessário reconhecer que o modelo atual de controle de concentrações, baseado quase exclusivamente em critérios quantitativos de faturamento, está defasado em relação às dinâmicas dos mercados digitais. Operações que envolvem empresas com baixo faturamento, mas com elevado valor estratégico, devem ser objeto de análise obrigatória por parte do CADE.

Para tanto, é indispensável uma revisão legislativa que estabeleça a obrigatoriedade de notificação prévia de todas e quaisquer fusões e aquisições que envolvam mercados digitais, independentemente de atingirem ou não os critérios financeiros fixados pela resolução da autoridade antitruste. Essa medida permitiria uma análise concorrencial mais abrangente, eficiente e tempestiva.

Além da obrigatoriedade de notificação, seria possível ainda propor um regime de análise sumária¹⁹⁵ para operações de menor complexidade ou baixo risco concorrencial. Esse modelo permitiria que o CADE concentrasse seus esforços em casos mais sensíveis, sem sobrecarregar sua estrutura com

195 Procedimento Sumário para Análise de Atos de Concentração é aquele aplicado pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica aos casos que, em virtude da simplicidade das operações, tenham menor potencial ofensivo à concorrência. Dessa forma, a notificação do ato de concentração ocorre por meio do preenchimento de formulário simplificado ou sumário.

operações que, embora envolvam tecnologia, não representem ameaça concreta à concorrência.

Essa proposta legislativa não visa dificultar o ambiente de negócios, mas sim protegê-lo. A segurança jurídica e a previsibilidade são maiores quando os agentes econômicos conhecem, de antemão, quais operações serão objeto de análise e quais critérios serão utilizados. A atual subjetividade conferida ao parágrafo em comento da lei de Defesa da Concorrência, gera incertezas e pode até desincentivar investimentos em inovação.

Ademais, a obrigatoriedade de notificação prévia para o setor tecnológico permitiria ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica desenvolver expertise acumulada nesse tipo de análise, o que hoje é prejudicado pelo número reduzido de casos formalmente submetidos à autoridade. Quanto mais cedo o CADE conhecer as práticas do setor, melhores serão suas intervenções e mais efetiva será sua atuação.

Tal medida encontra respaldo no argumento de Posner (1978). sobre os custos sociais do monopólio, que não se restringem à perda de bem-estar alocativo decorrente da redução da produção, mas incluem também os custos incorridos pelos agentes econômicos na busca por lucros monopolistas.

É importante enfatizar que a proposta não implica impedir as aquisições em si, mas apenas submetê-las à análise prévia, ainda que de empresa que não alcance o limite de faturamento determinado pela Lei. O controle preventivo nestes casos, é um instrumento de política concorrencial, e não uma barreira ao empreendedorismo ou à inovação. Pelo contrário, ele protege as condições para que a inovação continue a florescer em um ambiente competitivo, podendo até mesmo evitar um possível descontinuum tecnológico no meio bancário, o que geraria um retrocesso na inclusão financeira no Brasil.

Sem essa modificação legislativa, o país continuará exposto à prática de aquisições silenciosas que escapam ao radar da autoridade antitruste. O §7º do artigo 88 é, na prática, um remédio tardio para um problema que exige prevenção, não remediação. É preciso tratar a causa, não os sintomas.

Conclui-se, portanto, que embora o mencionado parágrafo seja uma ferramenta interessante e necessária, ele não resolve adequadamente a questão das aquisições eliminatórias em setores inovadores. A legislação precisa evoluir para garantir que operações com potencial anticompetitivo sejam analisadas antes de produzir efeitos danosos e irreversíveis no mercado.

6.2.4. Aprovação condicionada de operações de concentração: proposta de remédio antitruste frente à supressão da inovação tecnológica

O art. 9º, incisos V e X, da Lei 12.529 de 2011 prescreve que cabe ao Plenário do Tribunal, dentre outras atribuições, “aprovar os termos do compromisso de cessação de prática e do acordo em controle de concentrações, bem como determinar à Superintendência-Geral que fiscalize seu cumprimento”; e “apreciar processos administrativos de atos de concentração econômica”, “fixando, quando entender conveniente e oportuno, acordos em controle de atos de concentração” (CADE, 2018, p. 10)

Ademais nos termos do art. 61 do mesmo diploma normativo, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica, ao julgar um ato de concentração econômica, possui competência para aprová-lo integral ou parcialmente, rejeitá-lo ou aprová-lo com imposição de restrições. O § 1º do dispositivo estabelece que essas restrições devem ser orientadas à mitigação dos efeitos nocivos à concorrência identificados no mercado relevante afetado. Por sua vez, o § 2º, inciso VI, introduz uma cláusula geral que autoriza a adoção de “qualquer outro ato ou providência necessários para a eliminação dos efeitos nocivos à ordem econômica”. Essa redação confere ao órgão antitruste brasileiro ampla discricionariedade técnica para formular remédios¹⁹⁶

196 “Um remédio antitruste consiste em um processo, imposto pelo Cade ou negociado entre o Cade e as Requerentes, como condição de aprovação de um AC, que envolve (i) a delimitação de ações e comandos para as partes envolvidas na operação, (ii) a forma de aplicação dessas ações, (iii) seu monitoramento e (iv) a verificação de cumprimento. Muitas vezes o desenho de um remédio refere-se apenas à etapa (i), mas este Guia destaca a necessidade de um remédio efetivo atender, para além da etapa (i), todas as demais etapas para que haja uma solução mais completa que de fato sane as preocupações concorrenciais advindas do AC da forma como apresentado. O desenho de remédios pode incluir a venda de ativos tangíveis e intangíveis e/ou unidades de negócios das Requerentes, assim como impor comportamentos no curso de seus negócios. O desenho do remédio deve orientar-se pelo objetivo de corrigir os eventuais efeitos nocivos à concorrência de um AC. Assim, o desenho de remédios depende das particularidades do caso concreto e dos fatos envolvidos na operação e deve partir do potencial dano à concorrência identificado na avaliação da operação”

sob medida, sobretudo em contextos de alta complexidade, em que os riscos concorrenciais não se limitam a concentrações horizontais convencionais, mas envolvem questões estruturais e comportamentais associadas à inovação tecnológica e à preservação de trajetórias dinâmicas de rivalidade.

Essa flexibilidade normativa torna-se particularmente relevante no contexto de aquisições realizadas por grandes grupos financeiros sobre empresas tecnológicas emergentes — como as *fintechs* —, cujos modelos de negócio frequentemente introduzem disrupções significativas no setor bancário tradicional. Nessas situações, ainda que a operação não implique, de imediato, uma elevação substancial de participação de mercado ou a exclusão de um concorrente relevante sob a ótica estrutural clássica, ela pode produzir efeitos deletérios sobre a rivalidade a médio e longo prazo, ao eliminar uma trajetória independente de inovação, suprimir alternativas tecnológicas e comprometer o ambiente concorrencial de forma mais sutil e duradoura. O risco, aqui, não está apenas no aumento de concentração, mas na redução da diversidade funcional e tecnológica que alimenta o dinamismo competitivo e a pressão constante por qualidade e eficiência.

A imposição de remédios comportamentais¹⁹⁷ e estruturais¹⁹⁸ em tais casos não devem ser vista como obstáculo à realização de negócios legítimos,

(CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). Guia de Remédios Antitruste. Brasília, DF: CADE, 2018. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-remedios.pdf>. Acesso em: 22 maio 2025).

197 “Estes remédios consistem em obrigações de práticas comerciais, financeiras ou econômicas das partes envolvidas no AC, englobando ou não ativos diretamente afetados por ele, nos mercados relevantes relativos à operação. Estas obrigações incluem de forma não exaustiva os seguintes: i. separação contábil ou jurídica de atividades; obrigações de transparência comercial com e para terceiros em atividades de fornecimento e compra de insumos e produtos; iii. comportamento não discriminatório e/ou concorrencialmente inapropriado com terceiros nas atividades de fornecimento e compras, em relação a partes relacionadas por meio do AC; iv. suspensão ou eliminação de cláusulas de exclusividade de fato ou de direito em relações comerciais com partes relacionadas por meio do AC; v. obrigação de fornecimento de insumos ou acesso a ativos-chave para concorrentes verticalmente relacionados; vi. obrigação de notificação de AC, mesmo não notificável por critérios de faturamento; vii. suspensão de direitos políticos ou societários advindos de participações ou dos efeitos concorrenciais derivados de instrumentos financeiros; viii. impedimentos no acesso e transmissão de informações concorrencialmente relevantes entre partes relacionadas dos Requerentes do AC; ix. licenciamento obrigatório de propriedade intelectual, inclusive marcas” (CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). Guia de Remédios Antitruste. Brasília, DF: CADE, 2018. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-remedios.pdf>. Acesso em: 22 maio 2025).

mas como um mecanismo de equilíbrio entre o direito da empresa à livre iniciativa e o interesse público na manutenção de um mercado competitivo e inovador. Ao aprovar uma operação dessa natureza, o CADE pode — e, em certas circunstâncias, deve — condicionar sua validade à observância de cláusulas específicas que assegurem a continuidade da inovação, a manutenção da independência tecnológica e o respeito à trajetória de crescimento da empresa adquirida. Tais cláusulas não apenas mitigam os efeitos anticompetitivos do ato de concentração, como também preservam os incentivos à entrada e ao desenvolvimento de novos *players* no setor, fomentando um ambiente mais aberto, dinâmico e propício à inclusão financeira.

A primeira medida que se mostra compatível com o art. 61, § 2º, VI, da Lei nº 12.529 de 2011 é a i) proibição de retrocesso tecnológico na empresa adquirida. Essa cláusula impede que a empresa incorporadora, após a aprovação da operação, descontinue, elimine ou absorva de forma imediata os produtos, serviços, funcionalidades ou plataformas tecnológicas desenvolvidas pela empresa adquirida, sobretudo quando tais soluções representarem alternativas inovadoras no mercado relevante. Trata-se de uma medida que protege a continuidade da diversidade de soluções, evitando que o objetivo real da aquisição seja a supressão de uma potencial ameaça tecnológica. Tal conduta, se não coibida, pode representar um grave prejuízo à ordem econômica, ao restringir as opções disponíveis aos consumidores e ao desincentivar outros agentes a investir em inovação, diante do risco de eliminação precoce de suas soluções mais promissoras.

Em reforço a essa medida, deve-se impor também a ii) obrigatoriedade de manutenção da capacidade inovadora da empresa adquirida. Ainda que preservados os produtos existentes, a dinâmica concorrencial em setores

198 “(i) em estruturais, quando envolverem a transmissão definitiva de direitos e ativos (...) de forma exemplificativa e baseando-se na experiência do Cade, nos termos do § 2º, art. 61 da Lei 12.529/2011, e na experiência internacional, as restrições estruturais incluem: i. Venda de ativos ou de um conjunto de ativos que constitua uma atividade empresarial; ii. iii. iv. Cisão de sociedade; Alienação de controle societário ou de participações societárias; Transmissão definitiva de direitos de propriedade intelectual, inclusive patentes, marcas e outros. (CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). Guia de Remédios Antitruste. Brasília, DF: CADE, 2018. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-remedios.pdf>. Acesso em: 22 maio 2025).

tecnológicos exige que os agentes mantenham fluxos constantes de investimento em pesquisa e desenvolvimento. A interrupção desses esforços, mesmo que não visível imediatamente, tende a produzir efeitos negativos cumulativos sobre o ambiente de rivalidade. Nesse sentido, pode-se exigir do grupo econômico resultante da operação compromissos objetivos de continuidade da inovação, como a manutenção de equipes especializadas, metas mínimas de investimento em P&D, número mínimo de lançamentos tecnológicos anuais ou adoção de indicadores de performance técnica e funcional. A efetividade dessas obrigações pode ser assegurada por meio da celebração de Acordo em Controle de Concentrações (ACC), com a previsão de mecanismos de verificação e fiscalização periódica por agente independente, garantindo-se transparência e segurança jurídica à execução dos compromissos firmados.

Adicionalmente, mostra-se pertinente a imposição de medida voltada à iii) preservação da independência estrutural e tecnológica da empresa adquirida, ao menos por prazo determinado. Isso significa vedar, por período razoável (sugere-se cinco anos¹⁹⁹), a integração de códigos-fonte, plataformas, bancos de dados, equipes técnicas e políticas de desenvolvimento, permitindo que a empresa adquirida continue operando com relativa autonomia tecnológica. Essa separação, ainda que temporária, preserva a multiplicidade de soluções disponíveis no mercado e impede a rápida homogeneização dos serviços, o que favorece a competição por qualidade e inovação contínua. Além disso, essa cláusula contribui para manter viva a identidade funcional da empresa incorporada, cuja eliminação poderia comprometer o atendimento de nichos específicos e públicos que não se encaixam nos modelos tradicionais de operação bancária.

199 Aplicação analógica da cláusula de não competitividade no contrato de trespasse. Acerca desse instituto, preleciona Eduardo Goulart Pimenta: “O caput do art. 1.147 do Código estipula, a seu turno, que “não havendo autorização expressa, o alienante do estabelecimento não pode fazer concorrência ao adquirente, nos cinco anos subsequentes à transferência”. A cláusula de não restabelecimento torna-se, em princípio, inerente ao contrato de trespasse. Deste modo, se outrora era recomendável que adquirente e alienante dispusessem expressamente sobre a questão, dada a inexistência de norma sobre o assunto, agora a situação é inversa, ou seja: se as partes não regularem, no contrato de trespasse, o assunto, a lei se encarrega de inserir esta proibição no negócio” (Pimenta, Eduardo Goulart. *Estrutura jurídica da empresa na era digital*. 3. ed. atual. e ampl. até 20 jan. 2023. Belo Horizonte: Expert Editora, 2024, p. 99. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2024/04/Estrutura-juridica-2024.pdf>. Acesso em: 22 maio 2025. [Expert Editora Digital](#)).

O conjunto dessas obrigações, ao incidir sobre aspectos comportamentais e técnicos da operação, revela-se inteiramente compatível com os objetivos do sistema brasileiro de defesa da concorrência. A função precípua do CADE, nesse cenário, não é apenas impedir a formação de monopólios ou cartéis, mas proteger as condições concorrenciais efetivas no mercado, o que inclui assegurar a continuidade de pressões tecnológicas, o acesso a diferentes soluções e a possibilidade de inovação constante. Em setores como o bancário, essa atuação possui especial relevância social, pois a pluralidade de modelos de negócio, de abordagens tecnológicas e de ofertas digitais representa fator determinante para a inclusão financeira. Fintechs têm desempenhado papel crucial na oferta de crédito alternativo, na digitalização de serviços acessíveis a populações periféricas, no atendimento a microempreendedores e na oferta de produtos personalizados, que frequentemente não encontram espaço nas estruturas tradicionais.

Ao impedir que essas soluções sejam absorvidas e descartadas por agentes dominantes, o CADE contribui não apenas para a proteção da livre concorrência, mas também para a democratização do acesso ao sistema financeiro²⁰⁰, com implicações relevantes para a cidadania econômica, a equidade social e o desenvolvimento nacional. Trata-se, portanto, de uma atuação que transcende o escopo tradicional do direito concorrencial e dialoga com objetivos constitucionais mais amplos, como a ordem econômica fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tendo por fim assegurar a todos a existência digna conforme os ditames da justiça social (art. 170, da Constituição Federal).

Dessa forma, a imposição de cláusulas como as aqui delineadas não configura excesso regulatório, mas expressão legítima do poder-dever conferido ao CADE pelo art. 61 da Lei nº 12.529 de 2011, especialmente por seu § 2º, inciso VI. A atuação do órgão antitruste, nesses casos, não deve ser pautada apenas pela lógica da eficiência estática, mas também pela compreensão do papel que a inovação exerce como vetor de concorrência dinâmica. Ao preservar trajetórias tecnológicas independentes, garantir a

200 Inclusão financeira.

continuidade da rivalidade funcional e assegurar a pluralidade de ofertas, o CADE fortalece não apenas a concorrência no presente, mas também suas condições de reprodução futura. Trata-se de uma atuação que reconhece que, em economias digitais e financeiramente integradas, a concorrência não depende apenas do número de agentes atuantes, mas da qualidade de suas soluções e de sua capacidade de continuar inovando em benefício dos consumidores e da sociedade como um todo.

Em assim sendo, a necessidade de o CADE atentar-se às *killer acquisitions* no setor financeiro pode ser solidamente fundamentada à luz do artigo 218 da Constituição Federal de 1988, o qual estabelece que (Brasil, 1988):

“Art. 218. O Estado promoverá e incentivará o desenvolvimento científico, a pesquisa, a capacitação científica e tecnológica e a inovação.”

Esse comando constitucional impõe ao Estado — e, por consequência, às suas autarquias e entes reguladores — o dever de fomentar um ambiente institucional propício ao avanço da inovação e da tecnologia. Nesse contexto, o CADE, como órgão responsável pela preservação da livre concorrência no Brasil, assume papel crucial na prevenção de práticas anticompetitivas que possam comprometer esse objetivo.

As aquisições matadoras representam um risco direto à inovação. Ao adquirir *fintechs* emergentes que desenvolvem soluções disruptivas no mercado financeiro, grandes grupos bancários podem sufocar inovações promissoras, eliminando potenciais rivais e perpetuando estruturas oligopolizadas. Essa dinâmica contraria o espírito do art. 218, ao enfraquecer o ecossistema de inovação tecnológica e científica que o Estado tem o dever de fomentar.

Como foi visto, no setor financeiro, onde o desenvolvimento de soluções digitais — como *open finance*, *blockchain*, inteligência artificial e plataformas de crédito automatizado — depende da existência de um mercado dinâmico e contestável, a vigilância do CADE em relação a essas aquisições é não apenas

legítima, mas constitucionalmente exigida. O controle rigoroso de atos de concentração, especialmente em operações envolvendo empresas disruptivas em fase inicial, é uma condição necessária para que o ambiente regulatório seja compatível com os princípios da inovação e do progresso tecnológico.

Portanto, ao coibir práticas que, direta ou indiretamente, inviabilizam a competição via inovação, o CADE não apenas cumpre sua função concorrencial prevista pela Lei de concorrência, como também atua em consonância com a determinação constitucional expressa no artigo 218, contribuindo para a construção de um sistema financeiro mais inclusivo, dinâmico e tecnologicamente avançado.

7. CONCLUSÃO.

As transformações pelas quais passa o sistema financeiro, marcadas pela virtualização dos serviços bancários, emergência de *fintechs* e novos modelos de negócios baseados em dados, impõem desafios inéditos ao Direito Concorrencial. Nesse novo cenário, os tradicionais instrumentos de análise e controle de atos de concentração mostram-se insuficientes para captar os riscos associados à eliminação precoce de empresas inovadoras por meio de aquisições estratégicas — fenômeno que tem sido identificado como “*killer acquisitions*”. Esta dissertação partiu justamente da hipótese de que tais operações, mesmo quando realizadas por valores aparentemente modestos e envolvendo agentes de faturamento reduzido, podem comprometer a dinâmica concorrencial, a diversidade empresarial e, sobretudo, o potencial inovador de mercados altamente tecnológicos e financeiramente integrados.

Ao longo da pesquisa, demonstrou-se que o modelo regulatório brasileiro, embora possua arcabouço institucional robusto, ainda carece de ajustes normativos, metodológicos e operacionais para enfrentar os desafios impostos por esse novo tipo de conduta estrutural. A análise das competências do Conselho Administrativo de Defesa Econômica e do Banco Central do Brasil revelou não apenas um histórico de tensões institucionais, mas também a necessidade de fortalecer a atuação coordenada entre ambos. Se o BACEN detém *expertise* em estabilidade financeira e supervisão prudencial, o CADE possui instrumentos técnicos e jurídicos para avaliar os impactos concorrenciais de médio e longo prazo das operações de concentração. A convergência das atuações é, pois, indispensável para garantir um sistema de

controle eficiente, racional e capaz de proteger a inovação como bem jurídico concorrencial.

O estudo demonstrou que o conflito entre as competências do CADE e do BACEN não é de natureza estritamente jurídica, mas sim interpretativa e funcional. O caso da aquisição da XP Investimentos pelo Itaú-Unibanco é emblemático: embora não tenha havido, à época, a eliminação formal de um concorrente direto, a absorção de uma empresa com perfil *maverick* e potencial disruptivo gerou preocupações legítimas quanto ao futuro da inovação no setor. O CADE, ainda que tenha aprovado a operação com restrições, indicou os riscos que aquisições desse tipo representam para a rivalidade do mercado, reforçando a importância de considerar, além dos efeitos imediatos, as implicações futuras das operações sobre o ecossistema competitivo.

Outro ponto central desenvolvido foi a limitação dos critérios de notificação obrigatória previstos no art. 88, bem como o §7º do mesmo artigo da Lei nº 12.529 de 2011. O atual modelo, calcado essencialmente no critério de faturamento, falha em capturar operações de alta relevância estratégica realizadas por meio da compra de startups ou fintechs com baixa receita, mas elevado valor tecnológico. Como demonstrado, essa fragilidade normativa abre espaço para a realização de aquisições silenciosas que, embora não acionem os gatilhos legais para notificação ao CADE, produzem efeitos significativos na contestabilidade do mercado e nos incentivos à inovação. Torna-se evidente, portanto, a urgência de reformar o sistema de controle preventivo para contemplar elementos qualitativos e dinâmicos na triagem das operações.

Entre as propostas apresentadas, destaca-se a necessidade de (i) revisar os critérios de notificação obrigatória de atos de concentração, incorporando parâmetros que considerem o impacto sobre inovação e diversidade; (ii) fortalecer o diálogo institucional entre CADE e BACEN, com protocolos claros de atuação conjunta; (iii) adotar metodologias analíticas mais sofisticadas, como a análise contrafactual prospectiva e indicadores de inovação; e (iv) promover um entendimento funcional das competências concorrenciais, com foco na complementaridade e na proteção do ambiente de inovação. Essas medidas visam não apenas aperfeiçoar a eficácia do controle

antitruste, mas também garantir que a atuação das autoridades esteja alinhada aos desafios da economia digital.

A inovação deve ser reconhecida como elemento estruturante da concorrência, especialmente em mercados em que os efeitos de rede, o domínio de dados e as barreiras tecnológicas ampliam as vantagens dos incumbentes. A repressão a práticas excludentes deve, nesse contexto, ser orientada por uma racionalidade decisória que compreenda os impactos da concentração sobre os ciclos de desenvolvimento tecnológico. Como visto na experiência internacional — notadamente na União Europeia e nos Estados Unidos —, a proteção da concorrência dinâmica exige do antitruste uma postura proativa e adaptativa, capaz de reconhecer que os danos à rivalidade podem ocorrer antes mesmo que uma empresa atinja posição dominante formal.

Conclui-se, assim, que a teoria das aquisições eliminatórias oferece um paradigma analítico eficaz para compreender os riscos que determinadas fusões representam à inovação e à concorrência de longo prazo, sobretudo no setor financeiro. O desafio posto ao direito concorrencial brasileiro é garantir que as instituições responsáveis pelo controle da estrutura de mercado estejam preparadas, técnica e institucionalmente, para lidar com essa nova realidade. CADE e BACEN, enquanto autarquias com competências distintas, mas interdependentes, devem atuar de forma coordenada, propositiva e voltada à preservação de um ambiente regulatório que favoreça a inovação, a competição e o desenvolvimento sustentável do sistema financeiro nacional.

Por fim, esta dissertação reafirma a necessidade de que o controle antitruste no Brasil adote uma moldura analítica voltada à proteção da concorrência em sentido dinâmico, sem perder de vista a estabilidade do sistema e a segurança jurídica. Em um mercado financeiro cada vez mais marcado pela presença de agentes disruptivos, a omissão regulatória pode gerar não apenas ineficiências econômicas, mas também comprometer o pluralismo, a inclusão e a soberania tecnológica do país. O futuro do antitruste, nesse contexto, passa pela sua capacidade de dialogar com a inovação — não como um jargão, mas como uma diretriz normativa concreta.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, Luiz Felipe de. FÓRES, José Gustavo. RIBEIRO, Eduardo. ***Killer acquisitions no setor financeiro brasileiro? Uma análise ex-post dos casos Ágora-Bradesco e XP-Itaú.*** Revista de Defesa da Concorrência, Brasília, v. 12, n. 1, p. 129–150, 2024. DOI: 10.52896/rdc.v12i1.1082. Disponível em: <https://revista.cade.gov.br/index.php/revistadedefesadaconcorrencia/article/view/1082>. Acesso em: 23 maio. 2025.

AGRELA, Lucas. **Stakeholders: o que são e quais são os principais tipos.** *Exame*, 1 set. 2023. Disponível em: <https://exame.com/carreira/guia-de-carreira/stakeholders-o-que-sao-e-quais-sao-os-principais-tipos/>. Acesso em: 13 maio 2025

AKKIZIDIS, I; STAGARS, M. ***Marketplace Lending, Financial Analysis, and the Future of Credit.*** *Marketplace Lending, Financial Analysis, And The Future Of Credit: Integration, Profitability And Risk Management*, [s.l.], p.83-88, 4 jan. 2016. Wiley-Blackwell. Disponível em: Acesso em: 16 abr. 2025.

AQUINO, Tomas de. **O ente e a essência.** Trad. Carlos Arthur do Nascimento. Petrópolis: Vozes, 1995.

ARNER, Douglas W.; BARBERIS, Janos Nathan; BUCKLEY, Ross P. ***The evolution of fintech: A new post-crisis paradigm?*** University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper, n. 2015/047, 2015.

ARROW, Kenneth J. ***Economic welfare and the allocation of resources for invention***. In: NELSON, Richard R. (Org.). *The rate and direction of inventive activity: economic and social factors*. Princeton: Princeton University Press, 1962. p. 609–625.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO – ABDE. **Cadernos temáticos: Fintechs e desenvolvimento: impactos no mercado financeiro**. Rio de Janeiro: ABDE, 2020. Disponível em: https://abde.org.br/wp-content/uploads/2022/01/Cadernos2020_Fintechs.pdf. Acesso em: 22 abr. 2025.

AXELROD, Robert. ***The Evolution of Cooperation***. New York: Basic Books, 1984.

BAIN, Joe S. ***Barriers to new competition: their character and consequences in manufacturing industries***. Cambridge: Harvard University Press, 1956.

BAKER, J. B. ***Beyond Schumpeter vs. Arrow: How antitrust fosters innovation***. *Antitrust Law Journal*, v. 74, n. 3, p. 575–602, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Relatório de Economia Bancária. Brasília: BACEN**, 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 10 maio 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Ato de concentração Itaú Unibanco/XP Investimentos: Estudo Especial nº 47/2019**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019. Disponível em: <https://tinyurl.com/29rryaex>. Acesso em: 23 maio 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Circular nº 3.682, de 4 de novembro de 2013**. Dispõe sobre a prestação de serviços no âmbito de arranjos de pagamento. Disponível em:

https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2013/pdf/circ_3682_v2_l.pdf.

Acesso em: 6 maio 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estabilidade financeira**. Brasília: Banco Central do Brasil, [202?]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira>. Acesso em: 14 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Glossário – Estatísticas Monetárias e de Crédito**. Brasília: Banco Central do Brasil, [s.d.]. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/Documents/Estatisticas_mensais/Monetaria_credito/glossariocredito.pdf. Acesso em: 14 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Instituições de pagamento e seus modelos de negócio**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2013. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE088_Instituicoes_de_pagamento_e_seus_modelos_de_negocio.pdf. Acesso em: 9 maio 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Memorando de entendimentos entre o Banco Central do Brasil e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE)**. Brasília: BCB, 28 fev. 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Organizacao/memorando_cade_bc_28022018.pdf. Acesso em: 16 maio 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Nota Técnica nº 49 – janeiro de 2019**. Brasília: BCB, 2019. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/notastecnicas/Nota_tecnica_49_jan_2019.pdf. Acesso em: 10 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Open Finance**. Brasília: BCB, [s.d.]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/openfinance>. Acesso em: 10 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Recolhimentos compulsórios**. Brasília: Banco Central do Brasil, [s.d.]. Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recolhimentoscompulsorios>.

Acesso em: 14 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Estabilidade Financeira: abril de 2023**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ref/202304/RELESTAB202304-refPub.pdf>. Acesso em: 14 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação – março de 2021**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202103/ri202103c2p.pdf>. Acesso em: 14 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução BANCO CENTRAL nº 356 aprimora cálculo do requerimento de capital para risco operacional**. Brasília, 21 mar. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/18033/nota>. Acesso em: 10 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 2.607, de 27 de maio de 1999. Estabelece limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil**. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 28 maio 1999. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2607_v3_l.pdf. Acesso em: 4 maio 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 4.656, de 26 de abril de 2018. Dispõe sobre a organização e o funcionamento das sociedades que prestam o serviço de crédito entre pessoas e das sociedades que prestam o serviço de entrega de recursos**. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf. Acesso em: 6 maio 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sandbox regulatório**. Brasília: BCB, [s.d.]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sandbox>. Acesso em: 10 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Financeiro Nacional**. Brasília: BCB, [s.d.]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 10 abr. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL; CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE) **Memorando de entendimentos nº /2018: relativo aos procedimentos de cooperação na análise de atos de concentração econômica no Sistema Financeiro Nacional**. Brasília: BCB, 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Organizacao/memorando_cade_bc_28022018.pdf. Acesso em: 16 maio 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL; CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). **Convênio de cooperação técnica que entre si celebraram o Banco Central do Brasil e o Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Organizacao/memorando_cade_bc_28022018.pdf. Acesso em: 16 maio 2025.

BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A. **O que são e como utilizar APIs Santander de Open Finance**. *Blog Santander*, São Paulo, 22 out. 2024. Disponível em: <https://www.santander.com.br/blog/api-santander-open-finance>. Acesso em: 4 maio 2025.

BANCOS digitais são os preferidos dos brasileiros com até 35 anos. *IT Forum*, [s.d.]. Disponível em: <https://itforum.com.br/noticias/bancos-digitais-preferidos-brasileiros-35-anos/>. Acesso em: 12 maio 2025

BARBOSA, Allan Fuezi de Moura. **O problema das instituições bancárias 'Too Big To Fail' na União Europeia e no Brasil: estudos comparativo e propositivo**. *Revista da PGBC*, v. 11, n. 2, p. 128–148, dez. 2017. Disponível em: https://www.academia.edu/36987312/O_Problema_das_Institui%C3%A7%C3%B5es_Banc%C3%A1rias_Too_Big_To_Fail_na_Uni%C3%A3o_Europeia_e_no_Brasil_estudos_comparativo_e_propositivo_Allan_Fuezi_Barbosa. Acesso em: 1 maio 2025.

Barbosa, Eduardo Henrique de Oliveira; Pimenta, Eduardo Goulart. **Mitigação dos riscos de investimentos em startups**. Belo Horizonte: Expert Editora, 2022. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2022/05/Mitigacao-dos-riscos-de-investimentos-em-startups.pdf>. Acesso em: 9 maio 2025. Expert Editora Digital+1Scribd+1)

BAUMOL, William J. **Contestable markets: an uprising in the theory of industry structure**. American Economic Review, v. 72, n. 1, p. 1–15, 1982.

BIGNARDI, Silvia; PIACENTE, Fabricio. **Fintech, a inovação no segmento bancário e o uso da tecnologia blockchain, uma análise bibliométrica do estado da literatura**. In: WORKSHOP DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA DO CENTRO PAULA SOUZA, 13., 2018, São Paulo. Anais... São Paulo: Unidade de Ensino de Pós-Graduação, Extensão e Pesquisa, 2018, p. 568-575.

BISELLI, Esther. **Discriminação de Preços na Economia Digital**, 2018.

BORK, Robert H. **The Antitrust Paradox: A Policy at War with Itself**. New York: Basic Books, 1978.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Instrução Normativa BANCO CENTRAL nº 103, de 21 de julho de 2021. Dispõe sobre os procedimentos para submissão de operações ao Banco Central, conforme a Lei Complementar nº 179/2021**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Instru%C3%A7%C3%A3o%20Normativa%20BCB&numero=103>. Acesso em: 22 abr. 2025.

BRASIL. Banco Central do Brasil; Conselho Administrativo de Defesa Econômica; Ministério da Fazenda. **Resolução Conjunta nº 1, de 4 de maio de 2022. Dispõe sobre a atuação conjunta do Banco Central e do CADE nos atos de concentração envolvendo instituições do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/51028/Res_Conj_001_v4_P.pdf. Acesso em: 22 abr. 2025.

BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Ato de Concentração Ordinário nº 08012.002361/2008-29**. Interessados: Banco Bradesco BBI S.A. e Agora Holding S.A. Voto-vista do Conselheiro-Relator Olavo Zago Chinaglia, 17 set. 2008. Disponível em: <https://tinyurl.com/27vd4sgl>. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Ato de Concentração Ordinário nº 08700.004880/2017-64 (autos públicos: 08700.004431/2017-16)**. Interessados: Itaú Unibanco S.A. e XP Investimentos S.A. Voto-vista do Conselheiro-Relator Paulo Burnier da Silveira, 15 mar. 2018. Disponível em: <https://tinyurl.com/2dbzt269>. Acesso em: 23 maio 2025.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução CMN nº 4.860, de 23 de outubro de 2020. Dispõe sobre a aplicação de penalidades administrativas pelo Banco Central do Brasil**. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 26 out. 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4860>. Acesso em: 10 abr. 2025.

BRASIL. Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021. **Dispõe sobre a autonomia do Banco Central do Brasil**. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, ano 159, n. 36, p. 1, 25 fev. 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 10 abr. 2025.

BRASIL. *Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência – SBDC, dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica*. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 1 dez. 2011.

BRASIL. Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013. **Dispõe sobre os arranjos de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro e as instituições de pagamento que prestam serviços relacionados a esses arranjos**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12865.htm. Acesso em: 6 maio 2025.

BRASIL. Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017. **Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários.** Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 14 nov. 2017. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm. Acesso em: 14 abr. 2025.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. **Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, e cria o Conselho Monetário Nacional.** Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 31 dez. 1964. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/leisedecretos/port/lei4595.pdf>. Acesso em: 10 abr. 2025.

BRASIL. Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994. **Dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica e dá outras providências.** *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 13 jun. 1994. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8884.htm. Acesso em: 1 maio 2025.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Secretaria de Reformas Econômicas. Relatório sobre plataformas digitais no Brasil: diagnóstico e propostas de políticas públicas.** Brasília: Ministério da Fazenda, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/central-de-conteudo/publicacoes/relatorios/sre/relatorio-plataformas-consolidado.pdf>. Acesso em: 8 maio 2025.

BRASIL. **Portal do Investidor. Crowdfunding de investimento.** Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/crowdfunding-de-investimento>. Acesso em: 6 maio 2025.

BRUMMER, Chris; GORFINE, Daniel. ***FinTech: Building a 21st-Century Regulator's Toolkit***. Milken Institute, 2014.

BRUNA, Sérgio Varella. **O poder econômico e a conceituação do abuso em seu exercício.** São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2001.

BRYAN, Kevin A.; HOVENKAMP, Erik. **Antitrust limits on startup acquisitions**. Review of Industrial Organization, v. 56, n. 4, p. 615–636, 2019.

BRYNJOLFSSON, Erik et al. **The Economics of Artificial Intelligence: An Agenda**. University of Chicago Press, 2020.

BUENO, C. D. G. B. ; PAIXAO, R. L. F. . **Fusões na Era Digital**. In: Caio Mario da Silva Pereira Neto. (Org.). Defesa da concorrência em plataformas digitais. 1ed.São Paulo: Acadêmica Livre, 2020, v. 1, pp. 281-282

BULGARELLI, Waldírio. **Concentração de empresas e direito antitruste**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

CADE – CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Guia para análise de atos de concentração horizontal**. Brasília: CADE, 2021.

CADE – CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Guia para análise não horizontal de atos de concentração**. Brasília: CADE, 2016.

CADE. **Relatório sobre Concorrência em Análises de Atos de Concentração**. Brasília: Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 2022.

CAMARGO, Patrícia Olga. **A evolução recente do setor bancário no Brasil**. São Paulo: Cultura Acadêmica, 2009. 322 p. ISBN 978-85-7983-039-6. Disponível em: <https://books.scielo.org/id/hn9cv/pdf/camargo-9788579830396.pdf>. Acesso em: 1 maio 2025.

CAMARGO, Sophia. **Home broker: o que as corretoras oferecem aos seus clientes?** UOL Economia, 15 fev. 2008. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/financas-pessoais/noticias/redacao/2008/02/15/home-broker-o-que-as-corretoras-oferecem-aos-seus-clientes.htm>. Acesso em: 23 maio 2025.

CAMPOS, Wellington José. **Inteligência artificial como ferramenta de prevenção à falência: modelos preditivos para a saúde financeira das**

empresas. In: Congresso nacional de Direito Empresarial, 2024, Santa Catarina. Falência e recuperação judicial e extrajudicial: contextos e premissas. Santa Catarina: CONPEDI, 2024. v. 1. p. 8-15.

CAMPOS, Wellington José. Inteligência artificial como ferramenta de prevenção à falência: modelos preditivos para a saúde financeira das empresas. In: Congresso nacional de Direito Empresarial, 2024, Santa Catarina. Falência e recuperação judicial e extrajudicial: contextos e premissas. Santa Catarina: CONPEDI, 2024. v. 1. p. 8-15.

Canuto, Otaviano; LIMA, Gilberto Tadeu. **Crises bancárias, redes de segurança financeira e currency boards em economias emergentes.** *Texto para Discussão*, Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, n. 83, set. 1999. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/1713/texto83.pdf>. Acesso em: 12 maio 2025

CARSON, B; ROMANELLI, G. WALSH, P; ZHUMAEV, A. **Blockchain beyond the hype: What is the strategic business value.** *McKinsey & Company*, 2018.

CARTEMOL, Fabricio. **Inovações e Contestabilidade: Algumas Considerações sobre Eficiência Econômica.** REVISTA DO BNDES, RIO DE JANEIRO, V. 11, N. 22, P. 123-149, DEZ. 2004.

CARVALHO, Carlos Eduardo. **O Banco Central como prestador de última instância: mão quase invisível ao sustentar os mercados.** OIKOS | Rio de Janeiro | Volume 11, n. 2 • 2012 | www.revistaoidos.org | pgs 217-239

CARVALHOSA, Modesto. **A ordem econômica na constituição de 1969.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972.

CASSIOLATO, José Eduardo; LASTRES, Helena M. M. **Sistemas de inovação e desenvolvimento: políticas para uma economia baseada no conhecimento.** Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 2003.

CASTRO, Bruno Braz de. **Eficiência e rivalidade: alternativas para o direito da concorrência nos países em desenvolvimento**. 2017. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2017.

CAVALCANTI, Marcos Mendes. **Independência do Banco Central: argumentos e evidências empíricas**. Revista de Administração Pública, Rio de Janeiro, v. 55, n. 1, p. 1–25, jan./fev. 2021, p. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rap/a/J64hd6s5ngFwdb9vJhyk69S/?lang=pt&format=pdf>. Acesso em: 14 abr. 2025.

CHEMTOB, Stuart M. **The Role of Competition Agencies in Regulated Sectors. U.S. Department of Justice, Antitrust Division**. 5th International Symposium on Competition Policy and Law, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China, 11-12 maio 2007.

CHISHTI, Susanne; BARBERIS, Janos. **A Revolução FinTech: o manual das startups financeiras**. Tradução de Samantha Batista. Rio de Janeiro: Alta Books, 2017.

Ciro Silva Martins; SANTOS, L. S. M. **Abuso de Posição Dominante Segundo a Jurisprudência do CADE**. REVISTA DE DEFESA DA CONCORRÊNCIA - RDC, v. 8, p. 164-176, 2020.

CLARK, Giovani. **Política Econômica e Estado**. Revista de Estudos Avançados, v. 22, n. 62, p. 207-217, 2008.

CNN BRASIL. **Concentração bancária encarece vida do brasileiro, dizem especialistas**. São Paulo, 11 abr. 2025. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/concentracao-bancaria-encarece-vida-do-brasileiro-dizem-especialistas/>. Acesso em: 28 abr. 2025).

COASE, Ronald H. **A Firma, o Mercado e o Direito** - Coleção Paulo Bonavides - 3ª Edição 2022. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. E-book. p.226. ISBN 9786559644964. Disponível em:

<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559644964/>. Acesso em: 28 abr. 2025.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Direito antitruste brasileiro: Comentários à Lei n. 8.884/94**. São Paulo: Saraiva, 1995.

COGNIZANT. **Blockchain Powered Financial Inclusion**. World Bank, 2016
CONSENSYS. **Blockchain in Digital Identity. Blockchain Use Cases**, 2020.
Acesso em: <<https://consensys.net/blockchain-use-cases/digital-identity/>>.
Acesso em 22. Abr.2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. Consolidação. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst400consolid2.pdf>. Acesso em: 6 maio 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). **Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017**. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizada com dispensa de registro, por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>. Acesso em: 6 maio 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). **Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre o marco regulatório dos fundos de investimento. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>. Acesso em: 6 maio 2025.

COMITÊ GESTOR DA INTERNET NO BRASIL (CGI.br). **Sistematização das contribuições à consulta sobre regulação de plataformas digitais**. São Paulo: CGI.br, 2023. Disponível em: https://cgi.br/media/docs/publicacoes/1/20231213081034/sistematizacao_cons

lta_regulacao_plataformas.pdf. Acesso em: 10 maio 2025.
cgi.br+3cgi.br+3Diálogos CGI.br+3

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). **Cadernos do Cade: Mercados de Bancos e Seguradoras. Brasília: Cade**, nov. 2023. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos-economicos/cadernos-do-cade/Caderno%20Bancos%20e%20Seguradoras%20nov%202023.pdf>. Acesso em: 21 maio 2025.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). **Guia de Remédios Antitruste. Brasília, DF: CADE**, 2018. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-remedios.pdf>. Acesso em: 22 maio 2025

Conselho Administrativo de Defesa Econômica, ago. 2020. (**Documento de Trabalho nº 05/2020**). Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos-economicos/documentos-de-trabalho/2020/documento-de-trabalho-n05-2020-concorrencia-em-mercados-digitais-uma-revisao-dos-relatorios-especializados.pdf>. Acesso em: 4 maio 2025. Serviços e Informações do Brasil+2ldec+2Pinheiro Neto Advogados+2

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução nº 4.879, de 23 de dezembro de 2020**. Dispõe sobre a atividade de auditoria interna nas instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 24 dez. 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLUÇÃO%20CMN&numero=4879>. Acesso em: 4 maio 2025.

CONSULTOR JURÍDICO. **Banco Central é quem decide sobre fusão ou aquisição de instituições financeiras**. Consultor Jurídico, São Paulo, 30 ago. 2010. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2010-ago-30/banco-central-decide-fusao-aquisicao-instituicoes-financeiras/>. Acesso em: 15 abr. 2025.

CRAVO, Daniela Copotti; MOTTA Lucas Griebeler. **Oportunidades perdidas de análise de acesso a dados pessoais em atos de concentração: reflexões sobre Magalu Pagamentos/Hub Prepaid e Lojas Americanas/hortigil Hortifruti**. In: ZANATA, Rfael; CONTRI, Camila; SECAL, Helena (Ogs). *Dados, Mercados Digitais e Concorrência*. Belo Horizonte: letramento, 2022.

CRÉMER, Jacques; MONTJOYE, Yves-Alexandre de; SCHWEITZER, Heike. **Competition policy for the digital era**. *European Union*, April 2019, p. 2. Disponível em: <http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0419345enn.pdf>. Acesso em: 2 maio 2025.

CRETELLA JÚNIOR, José. **Comentários à Lei Antitruste**. Rio de Janeiro: Forense, 1996.

CRUZ, Emanuel R. P. da; KOWATA, Elisabete T. **Uma revisão sistemática sobre *BigData***. In: CONGRESSO DE ENSINO, PESQUISA E EXTENSÃO (CEPE), 4., 2017, Goiás. Anais [...]. Goiás: Universidade Estadual de Goiás, 2017. Disponível em: <https://www.even3.com.br/anais/ivcepe/34815-uma-revisao-sistemica-sobre-big-data/>. Acesso em: 22 abr. 2025.

CUNNINGHAM, Colleen; EDERER, Florian; MA, Song. **Killer acquisitions**. *Journal of Political Economy*, v. 129, n. 3, p. 649–702, 2021.

CUTS – **Consumer Unity & Trust Society. Strategic Priorities of Competition and Regulatory Agencies in Developing Countries**. Jaipur: CUTS International, 2007.

CVM. **Pesquisa CVM sobre novas tecnologias financeiras**. 2017b. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2017/20170606_relatorio_pesquisa_FINTECH.pdf.

DE SOTO, Jesus Huerta. **A Escola Austríaca**. Tradução de André Azevedo Alves. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010

DEINIZ, Davi Monteiro. **Declarar ilegais os métodos injustos de competição comercial: a criação da federal trade Commission e sua influência no direito da concorrência.** Rev. Fac. Direito UFMG, Belo Horizonte, n. 84, pp. 117-139, jan./jun. 2024.

DINIZ, Bruno. **O Fenomeno *Fintech*.** Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2020. E-book. p.1. ISBN 9788550815459. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788550815459/>. Acesso em: 16 abr. 2025.

DOSI, Giovanni et al. ***Technical change and economic theory.*** London: Pinter Publishers, 1988.

ENGEL, Vonia. **Schumpeter e o desenvolvimento econômico: ótica da inovação tecnológica.**

ENTRUST CORPORATION. **O que é um provedor de identidade?** Entrust, [s.l.], [2024?]. Disponível em: <https://www.entrust.com/pt/resources/learn/what-is-an-identity-provider>. Acesso em: 4 maio 2025.

EPOL – ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE EMPRESAS PETROLÍFERAS. **A que chamamos neutralidade tecnológica?** EPCOL, 7 abr. 2021. Disponível em: <https://www.epcol.pt/folder/newsletter/previous/Newsletter070421163212.aspx>. Acesso em: 6 mai. 2025.

EUROPEAN COMMISSION. ***Online expert workshop: killer acquisitions. Competition Policy***, 2021. Disponível em: https://competition-policy.ec.europa.eu/about/reaching-out/online-expert-workshop-killer-acquisitions_en. Acesso em: 13 maio 2025

FARIA, Heraldo Felipe de. **Livre concorrência na concepção de Adam Smith.** Revista Direitos Fundamentais e Democracia. V. 8, n. 8, (jul./dez. 2010), p. 287-300.

FERNANDES, Marcelo. **Concorrência e poder de mercado em plataformas digitais: desafios para o antitruste**. In: PEREIRA NETO, C. et al. (org.). *Concorrência e regulação no mercado digital*. São Paulo: Singular, 2021. p. 167–190.

FERRAZ JÚNIOR, Tercio Sampaio. **Lei de defesa da concorrência: origem histórica e base constitucional**. Arquivos do ministério da justiça, ano 45, nº 180, p. 179, jul-dez-1992.

FIGO, Anderson; LEWOGOY, Julia. **O guia essencial das fintechs**. São Paulo: Abril, 2019.

FLORES FILHO, E. G. J. **A Nova Escola de Chicago e as modalidades de regulação: tendências do *Law and Economics* e as aplicações para o direito brasileiro**. Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE) Annual Papers. University of California: Berkeley Program in Law and Economics, 2007.

FONSECA, João Bosco Leopoldino da. **Direito Econômico - 9ª Edição** 2017. Rio de Janeiro: Forense, 2017. E-book. p.263. ISBN 9788530974497. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788530974497/>. Acesso em: 17 mar. 2025.

FONSENCA, João Leopoldino da. **Lei de proteção da concorrência: comentários à legislação antitruste**. 3ª ed. Revista e atualizada. Rio de Janeiro: editora forense, 2007.

FORBES BRASIL. **Itaú Unibanco compra 49,9% de participação na XP Investimentos**. *Forbes*, 12 maio 2017. Disponível em: <https://forbes.com.br/negocios/2017/05/itau-unibanco-compra-499-de-participacao-na-xp-investimentos/>. Acesso em: 19 maio 2025.

FORGIONI, Paula. **Os fundamentos do antitruste**. 5 ed. São Paulo: RT, 2012.

FOSSETT, Jeffrey. **Arrow Replacement**, 2020. Disponível em: <https://jeffreypofosett.com/2020/06/05/arrow-replacement.html>. Acesso em: 07 maio 2025.

FRANCESCHINI, José Inácio Gonzaga. **Introdução ao direito da concorrência**. São Paulo: Malheiros, 1996.

FRANCESCHINI, José Inácio Gonzaga. **Poder Econômico: exercício e abuso – Direito Antitruste Brasileiro**. São Paulo: RT, 1985. p. 629.

FREITAS, Cristina Penido de. **A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira**. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 8, p. 51–83, jun. 1997. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/455/n.%208%2002-Cristina.pdf>. Acesso em: 1 maio 2025.

GADELHA, Sérgio Ricardo de Brito. **Módulo 3: Razões da Intervenção do Estado (Governo) na Economia**. Brasília: Escola Nacional de Administração Pública (ENAP), 2017. 16 p. Disponível em: <https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/3238/1/M%C3%B3dulo%203%20-%20Raz%C3%B5es%20da%20Interven%C3%A7%C3%A3o%20do%20Estado%20%28Governo%29%20na%20Economia%20%28final%29.pdf>. Acesso em: 1 maio 2025.

GENTIL, Denise Lobato; MICHEL, Renaut. **Estratégia de desenvolvimento e intervenção fiscal do Estado**. In: INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (Org.). *Sociedade e economia: estratégias de desenvolvimento e desafios sociais*. Brasília: Ipea, 2018. p. 113–140. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3225/1/Livro_SociedadeeEconomia.pdf. Acesso em: 10 abr. 2025.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. **A nova política monetária: fundamentos, operacionalização e desafios**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, 2008. Disponível em:

https://portalantigo.ipea.gov.br/cursodimacccf/PDFs/a_nova_politica_monetaria.pdf. Acesso em: 14 abr. 2025.

GIBBS, Samuel. **Google buys UK artificial intelligence startup DeepMind for £400m**. *The Guardian*, 27 jan. 2014. Disponível em: <https://www.theguardian.com/technology/2014/jan/27/google-acquires-uk-artificial-intelligence-startup-deepmind>. Acesso em: 9 maio 2025

GILBERT, B.A.; MCDOUGALL, P.P.; AUDRETSCH, D.B. **clusters, knowledge spillovers and new venture performance: an empirical examination**. *Journal of Business Venturing*, v. 23, n. 4, p. 405-422, 2008

GLOBAL COMPETITION REVIEW. United States: **FTC pharma scrutiny expected to continue following step-up in “killer acquisition” enforcement**. *Global Competition Review*, 2024. Disponível em: <https://globalcompetitionreview.com/guide/guide-life-sciences/third-edition/article/united-states-ftc-pharma-scrutiny-expected-continue-following-step-in-killer-acquisition-enforcement>. Acesso em: 13 maio 2025.

GOMES, Tiago Franco da Silva. **O surgimento e o desenvolvimento do direito concorrencial europeu**. RIDB, Ano 2 2013, nº 11, pp. 12465-12530.

GOUVEA, Marcus Freitas. **Fintechs: respostas regulatórias brasileiras**. *Revista da PGFN*, v. 14, n. 2, dez. 2020.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 3ª ed. São Paulo: Malheiros. 1997.

Hall, B.H. e Rosenberg, N. (2010) **Introduction to the Handbook, Handbook of the Economics of Innovation**. North-Holland.

HAYEK, F.A. **Individualism and Economic Order**. University of Chicago Press, 1996.

HAYEK, Friedrich A. **Direito, legislação e liberdade**. São Paulo: Visão, 1985, v.2.

HAYEK, Friedrich A. ***The Constitution of Liberty***. Chicago: University of Chicago Press, 1960.

HAYEK, Friedrich A. **The Use of Knowledge in Society**. *American Economic Review*, v. 35, n. 4, 1945.

HEINZ, Silke. **German parliament adopts antitrust law reform**. **Heinz & Zagrosek**, 2017. Disponível em: <https://hz-partner.com/german-parliament-adopts-antitrust-law-reform/>. Acesso em: 9 maio 2025

HEMPHILL, C. Scott; WU, Tim. **Nascent competitors**. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 168, p. 1879–1915, 2020.

HENRIQUES, Miguel Gorjão. **A aquisição de empresas no direito da concorrência: Nótulas sobre as concentrações**. In: *Aquisição de empresas*, Coimbra Editora, 2011, pp.277-278).

HERRERA, Diego; VADILLO, Sonia. **Sandbox regulatório na América Latina e Caribe para o ecossistema FinTech e o sistema financeiro**. BID, 2018.

HINCK, Sarah. **Big Tech Antitrust Scrutiny Across the Atlantic**. *Verfassungs blog*, 21 abr. 2025. Disponível em: <https://verfassungsblog.de/big-tech-antitrust-scrutiny-across-the-atlantic-meta-ftc-tech/>. Acesso em: 16 maio 2025

IBGE. **84,9% das indústrias de médio e grande porte utilizaram tecnologia digital avançada**. Agência de Notícias, 28 set. 2023. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/37973-84-9-das-industrias-de-medio-e-grande-porte-utilizaram-tecnologia-digital-avancada>. Acesso em: 2 maio 2025.

INFOMONEY. **BRADESCO compra corretora Ágora por R\$ 830 milhões e é destaque nos jornais.**, São Paulo, 7 mar. 2008. Disponível em: <https://tinyurl.com/ypocdd99>. Acesso em: 23 maio 2025.

INFOMONEY. **Magazine Luiza obtém autorizações do Cade e Banco Central para compra da Hub Fintech**. InfoMoney, São Paulo, 5 jul. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/magazine-luiza-obtem-autorizacoes-do-cade-e-banco-central-para-compra-da-hub-fintech/>. Acesso em: 8 maio 2025.

INTERNATIONAL COMPETITION NETWORK. **Relationships between regulators and competition agencies in regulated sectors. Rgoseport prepared by the Advocacy Working Group**. [S.l.]: ICN, jul. 2004. Disponível em: <https://www.internationalcompetitionnetwork.org/wp-content/uploads/2018/09/RegulatedSectorsRelationshipsReport2004.pdf>. Acesso em: 15 maio 2025.

JULGAMENTO da Meta: Zuckerberg afirma que comprou Instagram porque tinha 'câmera melhor'. CBN, 15 abr. 2025. Disponível em: <https://cbn.globo.com/mundo/noticia/2025/04/15/julgamento-da-meta-zuckerberg-afirma-que-comprou-instagram-porque-tinha-camera-melhor.ghtml>. Acesso em: 9 maio 2025.

JURCZYK, Zbigniew. **The Role of Economic Efficiency in Competition Law**. *Yearbook of antitrust and regulatory studies*, vol. 10, n. 16, Centre for Antitrust and Regulatory Studies, University of Warsaw, Faculty of Management, 2017.

KAMEPALLI, Sai Krishna; RAJAN, Raghuram; ZINGALES, Luigi. **Kill Zone**. *NBER Working Paper No. 27146*. National Bureau of Economic Research, 2022.

KHAN, Lina M. **Amazon's antitrust paradox**. *Yale Law Journal*, v. 126, n. 3, p. 710–805, 2017.

KHEMANI, Shyam (org.). **A framework for the design and implementation of competition law and policy**. Washington: World Bank, OCDE, 1999.

KIRZNER, Israel M. **Competição e atividade empresarial** / Israel M. Kirzner: tradução de Ana Maria Sarda. – São Paulo : Instituto Ludwig von Mises. Brasil, 2012.

KIRZNER, Israel M. **Competition and Entrepreneurship**. Chicago: University of Chicago Press, 1973.

KIRZNER, Israel. **The irresistible force of market competition. Ideas on liberty**, v. 50, n. 3, p. 11-14, mar. 1979.

KLINE, Stephen J.; ROSENBERG, Nathan. **An overview of innovation**. In: LANDAU, Ralph; ROSENBERG, Nathan (ed.). *The positive sum strategy: harnessing technology for economic growth*. Washington, D.C.: National Academy Press, 1986. p. 275–305.

KOVACIC, William E.; SHAPIRO, Carl. **Antitrust policy: A century of economic and legal thinking**. *Journal of Economic Perspectives*, v. 14, n. 1, p. 43–60, 2000.

KOVACS, Ike. **Why the Consumer Welfare Standard is the Backbone of Antitrust Policy**. American Action Forum, 20 abr. 2023. Disponível em: <https://www.americanactionforum.org/insight/why-the-consumer-welfare-standard-is-the-backbone-of-antitrust-policy/>. Acesso em: 7 maio 2025.

LABINOVAÇÃO FINANCEIRA. **Introdução ao RegTech**. 2022. Disponível em: https://labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2022/04/Introducao_RegTech.pdf. Acesso em: 4 maio 2025.

LAM, Jonathan. **The Impact of Robo-Advisors on the Financial Advisory Industry**. 2023. Monografia (Bacharelado em Economia) – Yale University, New Haven, 2023. Disponível em: https://economics.yale.edu/sites/default/files/2023-01/Jonathan_Lam_Senior%20Essay%20Revised.pdf. Acesso em: 4 maio 2025.

LANCIERI, Filippo Maria; SAKOWSKI, Patrícia Alessandra Morita. **Concorrência em mercados digitais: uma revisão dos relatórios especializados**. Brasília: Conselho Administrativo de Defesa Econômica, ago.

2020. (Documento de Trabalho nº 05/2020). Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos-economicos/documentos-de-trabalho/2020/documento-de-trabalho-n05-2020-concorrenca-em-mercados-digitais-uma-revisao-dos-relatorios-especializados.pdf>. Acesso em: 4 maio 2025. Serviços e Informações do Brasil+21dec+2Pinheiro Neto Advogados+2

LAPIN. *Relatório: Portabilidade e Inovação*. 2021. Disponível em: <https://lapin.org.br/wp-content/uploads/2021/12/relatorio-portabilidade.pdf>. Acesso em: 28 abr. 2025.

LEHFELD, Lucas de Souza. **Controles das agências reguladoras**. São Paulo: Atlas, 2008.

LEMOS, Thales de Melo e. **Aquisição de concorrentes nascentes ou *killer acquisitions* em mercados digitais: uma análise de uma década de aquisições pelas *big techs***. 2021. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) – Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa, Brasília, 2021.

LIMA, Ricardo Felipe Pereira. **A aplicação do Direito da Concorrência da União Europeia em simultâneo com o Direito Nacional – problemas e incompatibilidades. Melhorias conseguidas com a alteração da Lei n.º 18/2003 para a Lei n.º 19/2012**. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Porto, Porto, 2015.

LODGE, Martin; WEGRICH, Kai. **O enraizamento da regulação de qualidade: fazer as perguntas difíceis é a resposta**. In: MENDES, Vladimir da Costa; SCHOMMER, Paula Fabiane; OLIVEIRA, José Antônio Puppim de (org.). *Desafios da regulação: reflexões sobre capacidades e governança regulatória*. Brasília: ENAP, 2018. p. 41–56. Disponível em: <https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/1744/1/Livro%20DESAFIOS%20DA%20REGULA%C3%87%C3%83O.pdf>. Acesso em: 10 abr. 2025.

LOPES, Brenner. **ECONOMIA DE SERVIÇOS. Tag: fintechs. Economia de Serviços.** Disponível em: <https://econiadiadeservicos.com/tag/fintechs/>. Acesso em: 16 abr. 2025.

LUZ, Gabriel Gomes da. **Teoria da firma de Coase e o caso Meta: Aspectos concorrenciais.** *Migalhas*, 24 abr. 2025. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/428825/teoria-da-firma-de-coase-e-o-caso-meta-aspectos-concorrenciais>. Acesso em: 9 maio 2025.

MANKIW, N G. **Introdução à economia** – Tradução da 8ª edição norte-americana. 4th ed. São Paulo: *Cengage Learning Brasil*, 2019. E-book. p.263. ISBN 9788522127924. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788522127924/>. Acesso em: 29 out. 2024.

MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz. **Prova.** 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

MARQUES NETO, F. de A.; ZAGO, M. F. **Limites das assimetrias regulatórias e contratuais: o caso dos aeroportos.** *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 277, n. 1, 2018, p. 175-201.

MARSHALL, Alfred. **Princípios de Economia.** Tradução de Rômulo Almeida e Ottolmy Strauch. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

MATTIUZZO, Pedro Henrique Barbosa; BECKER, Juliana Oliveira Domingues. **Concorrência e Inovação no Setor Financeiro: um estudo dos atos de concentração entre bancos e fintechs.** *Revista de Defesa da Concorrência*, v. 9, n. 1, p. 157–182, 2021.

MAZZUCATO, Mariana. **O Estado empreendedor: desmascarando o mito do setor público versus setor privado.** São Paulo: Companhia das Letras, 2013.

MCMILLAN, Jonathan. **O fim dos bancos: moeda, crédito e a revolução digital.** Jonathan McMillan; tradução Afonso Celso da Cunha Serra. – 1ª ed. – São Paulo: Portfolio-Penguin, 2018.

MENDES, Felipe. **Defesa da concorrência: autorização precária ou liminar em ato de concentração?** Consultor Jurídico, São Paulo, 22 ago. 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-ago-22/defesa-concorrenca-autorizacao-precaria-ou-liminar-ato-concentracao/>. Acesso em: 1 maio 2025.

MENDES, Laura Schertel; MATTIUZZO, Marcela. **Discriminação algorítmica: conceito, fundamento legal e tipologia.** Direito Público. Porto Alegre, v. 16, n. 90, p. 39-64, nov./dez. 2019. Disponível em: <https://bd.tjdft.jus.br/jspui/handle/tjdft/45536>. acesso em 2 maio 2025

MHLANGA, David. ***The role of big data in financial technology toward financial inclusion.*** *Frontiers in Big Data, Lausanne*, v. 7, art. 1184444, 7 maio 2024. Disponível em: <https://pmc.ncbi.nlm.nih.gov/articles/PMC11106479/pdf/fdata-07-1184444.pdf>. Acesso em: 4 maio 2025.

Ministério da Fazenda e Ministério da Justiça. **Portaria Conjunta SEAE/SDE nº 50, de 1º de agosto de 2001.**

MINISTÉRIO PÚBLICO DO TRABALHO (Brasil). ***Inteligência artificial, tecnologia digital e discriminação no trabalho: direitos e conceitos básicos.*** Brasília: MPT, 2021. Disponível em: https://mpt.mp.br/pgt/publicacoes/cartilhas/inteligencia-artificial-tecnologia-digital-e-discriminacao-no-trabalho/@@display-file/arquivo_pdf. Acesso em: 2 maio 2025.

MINSKY, H. ***Can 'it' happen again? essays on instability and finance.*** Armonk: M.E. Sharpe, 1982.

MIRANDA, Maria Rafaela Fernandes da Silva. **O sistema financeiro nacional e os direitos fundamentais: uma análise a partir da atuação do Banco Central do Brasil.** Revista Constituição e Garantia de Direitos, v. 16, n. 2, p. 98–117, 2023. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/constituicaoegarantiadedireitos/article/view/13460>. Acesso em: 10 abr. 2025.

MONCADA, Luis Cabral de. **Direito económico**. 2. ed. Coimbra: Coimbra Editora, 1988.

MOREIRA, Egon Bockmann. **Reflexões a propósito dos princípios da livre iniciativa e da função social**. Revista de Direito Público da Economia, Belo Horizonte, ano 4, n. 16, out/dez, 2006.

MOREIRA, Vital. **A ordem jurídica do capitalismo**. Coimbra: Centelha, 1973

MOTTA, Massimo. **Competition policy: theory and practice**. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

MOTTA, Massimo; PEITZ, Martin. **Big tech mergers**. Information Economics and Policy, v. 54, 2021.

MOTTA, Massimo; POLO, Michele. **Beyond Price and Output: The Relevance of Innovation in Merger Control**. TILEC Discussion Paper, 2021.

NABIL, Ryan. **The Department of Justice's Proposed Remedies for the Google Search Lawsuit: Implications for Innovation and Consumer Welfare**. Washington, D.C.: National Taxpayers Union Foundation, 2024. Disponível em: <https://www.ntu.org/foundation/detail/the-department-of-justices-proposed-remedies-for-the-google-search-lawsuit-implications-for-innovation-and-consumer-welfare>. Acesso em: 16 maio 2025.

NBER **Working Paper** No. 27146). Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27146/w27146.pdf. Acesso em: 9 maio 2025

NETTO, Anselmo Pereira Araujo; ANJOS, Sergio Odilon Dos. **Gestão do Risco de Conduras pelas instituições Financeiras**. ACREFI: A casa do crédito. 2017.

NUBANK. **Nubank adquire corretora digital Easynvest, plataforma de investimentos líder no Brasil**. Building Nubank, São Paulo, 11 set. 2020. Disponível em: <https://building.nubank.com.br/pt-br/nubank-adquire-corretora->

digital-easyinvest-plataforma-de-investimentos-lider-no-brasil/. Acesso em: 8 maio 2025.

NUDESO, Fábio. **Curso de economia. Introdução ao direito econômico**. 3^o ed. São Paulo: RT, 2001.

Nunes de Oliveira, M. (2023). **Concorrência potencial: teoria do dano ou futurologia?** *Revista Do IBRAC*, 23(2), 21–39. Recuperado de <https://revista.ibrac.org.br/index.php/revista/article/view/153>.

NUSDEO, Fábio. **Fundamentos para uma codificação do Direito Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995.

OCDE – **Organisation for Economic Co-operation and Development. The Role of Competition Policy in Regulatory Reform**. Paris: OCDE, 2000.

OCDE – **Organisation for Economic Co-operation and Development. Working Party No. 3 on Co-operation and Enforcement – The Standard of Review by Courts in Competition Cases – Note by Brazil**. Paris: OCDE, 2019. (DAF/COMP/WP3/WD(2019)5)

OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Rethinking antitrust tools for multi-sided platforms**. Paris: OCDE Publishing, 2018. Disponível em: <https://www.OCDE.org/competition>. Acesso em: 10 maio 2025.

OCDE. **Manual de Oslo**. 3^a ed. FINEP/OCDE, 2005.

OCDE. **Rethinking Antitrust Tools for Multi-Sided Platforms**. OCDE Competition Committee, 2018.

OCDE. **Start-ups, Killer Acquisitions and Merger Control – Background Note**. Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee, 2020.

OCDE. **Start-ups, killer acquisitions and merger control – Background note by the Secretariat**. OCDE Competition Committee, 2020.

Disponível em: <https://www.OCDE.org/daf/competition/start-ups-killer-acquisitions-and-merger-control-2020.pdf>. Acesso em: 6 maio 2025.

OLIVEIRA Gesner; RODAS, João Grandino. **Direito e econômica da concorrência**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

OMOTO, Katia Harumi; URPIA, Arthur Gualberto Bacelar da Cruz. **Desregulamentação financeira e a crise do subprime: uma análise das propostas de estabilidade financeira dos autores do novo consenso**. *A Economia em Revista*, v. 25, n. 1, p. 47–62, jun. 2017. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/326282889_Desregulamentacao_Financeira_e_a_Crise_do_Subprime_Uma_Analise_das_Propostas_de_Estabilidade_e_Financeira_dos_Autores_do_Novo_Consenso. Acesso em: 1 maio 2025.

ORGANISATION FOR ECONOMIC **CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OCDE)**. **Start-ups, killer acquisitions and merger control – Background Note by the Secretariat**. Paris: OCDE, 2020. Disponível em: <https://www.OCDE.org/daf/competition/start-ups-killer-acquisitions-and-merger-control.htm>. Acesso em: 6 maio 2025

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS NO BRASIL. **Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)**. 2025. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>. Acesso em: 22 abr. 2025.

PAIVA, Matheus Silva de et al. **Inovação e os efeitos sobre a dinâmica de mercado: uma síntese teórica de Smith e Schumpeter**. *Interações*, Campo Grande, MS, v. 19, n. 1, p. 155–170, jan./mar. 2018. DOI: <https://doi.org/10.20435/inter.v19i1.1561>.

Paracelso. **Opera omnia. Trad. de Luesma-Uranga**. Buenos Aires, Editorial Kier, 1945.

PAULO, Guilherme Mendes Resende. **Complementaridade entre CADE e Bacen na análise concorrencial do Sistema Financeiro Nacional**. 2014. Texto para discussão, n. 1934. Brasília: Ipea, 2014.

PEREIRA NETO, Carlos A.; TORRES, Ricardo C.; FONSECA, Thaís M. **Concorrência e inovação no setor bancário: desafios regulatórios e antitruste**. In: PEREIRA NETO, C. et al. (org.). *Concorrência e regulação no mercado digital*. São Paulo: Singular, 2020. p. 55–72.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Direito do mercado financeiro e de crédito** [recurso eletrônico]. 3. ed. atual. e ampl. até 06 fev. 2024. Belo Horizonte: Expert Editora Digital, 2023. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2024/03/Direito-do-Mercado-Financeiro-e-de-Credito-2024.pdf>. Acesso em: 21 maio 2025).

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Estrutura jurídica da empresa na era digital**. 3. ed. atual. e ampl. até 20 jan. 2023. Belo Horizonte: Expert Editora, 2024, p. 99. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2024/04/Estrutura-juridica-2024.pdf>. Acesso em: 22 maio 2025. Expert Editora Digital

PINDYCK, Robert. RUBINFELD, Daniel. **Microeconomia**. tradução Daniel Vieira, revisão técnica Edgard Merlo, Julio Pires. – 8. ed. São Paulo. Pearson Education do Brasil, 2013.

PINHEIRO, Armando Castelar. **Notas sobre a reforma regulatória do Sistema Financeiro**. In: CARNEIRO, Dionisio Dias (Org.). *A reforma do Sistema Financeiro americano: nova arquitetura internacional e o contexto regulatório brasileiro*. Rio de Janeiro: LTC, 2010. cap. 2.

PINTO, A. A. B. **Fintechs: o futuro dos serviços financeiros no Brasil**. Curitiba: Universidade Tecnológica Federal do Paraná, 2018 (Monografia de especialização em Gestão Financeira).

PIRUS, Benjamin. **Departamento de Justiça abre processo antitruste contra aquisição da Plaid pela Visa**. *Cointelegraph Brasil*, 6 nov. 2020. Disponível em: <https://br.cointelegraph.com/news/justice-department-files-antitrust-lawsuit-against-visa-s-acquisition-of-plaid>. Acesso em: 9 maio 2025.

PLIHON, D. (1996). **"Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. (A responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista**

keynesiano)", Revista Economia e Sociedade, Campinas, no 7, pp. 85-127, dez.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado. Tomo XVII (Parte Especial)**. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983.

PONTES DE MIRANDA, Francisco. **Comentários à constituição de 1967**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972.

PORTO, Antônio, M. e Nuno GAROUPPO. **Curso de Análise Econômica do Direito**. Disponível em: Minha Biblioteca, (2nd edição). Grupo GEN, 2021.

POSNER, Richard A. **Antitrust Law: An Economic Perspective**. Chicago: University of Chicago Press, 1978.

POSNER, Richard. **A economia da justiça**. Trad. Evandro Ferreira e Silva. São Paulo: Martins Fontes, 2010.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Os fundamentos contra o antitruste**. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

RAPINI, Márcia Siqueira et al. **Economia da ciência, tecnologia e inovação: fundamentos teóricos e a economia global**. 2. ed. Belo Horizonte: FACE/UFMG, 2021.

RAPOSO, Eduardo. **Banco Central do Brasil: o leviatã ibérico, uma interpretação do Brasil Contemporâneo**. São Paulo: Hucitec, 2011, p. 219

REISMAN, George. **Platonic competition**. Disponível em: <<https://www.capitalism.net/excerpts/1-931089-24-8.pdf>> acesso em 22.03.2025.

RENZETTI, Bruno Polonio; BUENO, Carolina Destailleur G. B.; PAIXÃO, Raíssa Leite de Freitas. **Mercados digitais: alguns conceitos**. In: PEREIRA NETO, Caio Mário da Silva (org.). Defesa da concorrência em plataformas digitais. São Paulo: FGV Direito SP, 2020. p. 21–39.

Representação Brasileira no Parlamento do Mercosul, **Câmara dos Deputados**, Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-mistas/cpcms/siglas/siglariorio2/c/CECA.html>, acesso em 24.03.2025.

RIBEIRO, Alexandre Ogêda. **A regulação econômica como instrumento de desenvolvimento: uma abordagem a partir da atuação das agências reguladoras**. 2022. Tese (Doutorado em Direito Econômico) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

RITTNER, Daniel. **Em dez anos, fintechs ativam concorrência e derrubam tarifas bancárias, diz estudo**. CNN Brasil, 28 ago. 2023. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/em-dez-anos-fintechs-ativam-concorrenca-e-derrubam-tarifas-bancarias-diz-estudo/>. Acesso em: 2 maio 2025.

ROCHA, Leonardo et al. **Killer acquisitions: startups, disruptive innovation and antitrust intervention– Where are we and where are we heading to?**. IBRAC, 2019. Disponível em Acesso em: 07 mai. 2025

ROCKEFELLER, Edwin S. **Antitrust religion**. Washington: Cato Institute, 2007.

RUBINSTEIN, Ira et al. **Systematic Government Access to Private - Sector Data**. *Systematic Government Access to Private-Sector Data*. Oxford Scholarship Online, 2020.

RUSSELL, S.; NORVIG, P. **Artificial intelligence: a modern approach**. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall, 1995.

RYNGELBLUM, Ivan. **Itaúsa encerra capítulo XP com a venda total das ações**. NeoFeed, 14 dez. 2023. Disponível em: <https://neofeed.com.br/negocios/itau-encerra-capitulo-xp-com-a-venda-total-das-acoes/>. Acesso em: 21 maio 2025.

SAITO, Carolina. **Self-preferencing apenas em mercados digitais?**. Grupo Direito e Políticas Públicas da USP, 21 dez. 2022. Disponível em:

https://politicaspUBLICAS.direito.usp.br/wp-content/uploads/2022/12/Self-preferencing- apenas-em-mercados-digitais_.pdf. Acesso em: 2 maio 2025.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito concorrencial: as estruturas**. 3. Ed. São Paulo: Malheiros, 2007.

SALOMÃO, Calixto. **Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos**. São Paulo: Malheiros, 2008.

SAMUELSON, Paul. ***A Note on the Pure Theory of Consumer's Behaviour, *Economica****. 5: 61, 71, 1938.

SANTOS, Emerson da Silva. **Modelagem de crédito com uso de técnicas de inteligência artificial: uma aplicação em uma fintech brasileira**. 2018. 136 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2018. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12142/tde-07012019-112337/publico/CorrigidoEmerson.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2025.

SANTOS, João Ricardo. ***A regulação das fintechs no Brasil: desafios jurídicos e concorrenciais***. 2022. Dissertação (Mestrado em Direito) — Escola de Direito, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2022. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/218ab5f3-96e0-47fe-adee-cc47e70a9b65/content>. Acesso em: 16 abr. 2025.

SCHMIDT, K.; SANDNER, P. ***Solving Challenges in Developing Countries with Blockchain Technology***. FSBC Working Paper. Frankfurt School Blockchain Center, 2017.

SCHRODER, Eduarda Cristina. **Análise de atos de concentração no mercado digital: como estimular a inovação sem prejudicar a concorrência**. *Res Severa Verum Gaudium*, Porto Alegre, v. 4, n. 2, p. 133-160, dez. 2019. Disponível em: <https://www.seer.ufrgs.br/ressevera>. Acesso em: 07. Mai. 2025.

SCHUMPETER, J. A. **Capitalismo, socialismo e democracia**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1984.

SCHUMPETER, Joseph A. **Capitalismo, Socialismo e Democracia**. Tradução de Ruy Jungmann. Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1961. (Original: *Capitalism, Socialism and Democracy*, 1942).

SCHUMPETER, Joseph A. ***The Theory of Economic Development***. Cambridge: Harvard University Press, 1934.

SCHUMPETER, Joseph Alois. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

SEIXAS, Luiz. **Cooperação regulatória entre autoridades antitrustes e agências reguladoras: análise empírica e institucional do Conselho Administrativo de Defesa Econômica**. Orientação de Flávio Saab. Brasília: Escola Nacional de Administração Pública – Enap, 2024. 49 p. Monografia. Disponível em: <https://repositorio.enap.gov.br/handle/1/8361>. Acesso em: 19 maio 2025.

SHAIKH, A. A.; HANAFIZADEH, P.; KARJALUOTO, H. Mobile banking and payment system: A conceptual standpoint. *International Journal of E-Business Research (IJEBR)*, v. 13, n. 2, p. 14–27, 2017.

SHAPIRO, Carl. ***Competition and innovation: did Arrow hit the bull's eye?*** In: LEFEBVRE, M. (ed.). *The rate and direction of inventive activity revisited*. Chicago: University of Chicago Press, 2012. p. 361–404.

SHAPIRO, Carl. ***Protecting Competition in Innovation: New Tools for a New Economy***. Working Paper, University of California at Berkeley, 2019.

SHAPIRO, Carl. ***The 2010 horizontal merger guidelines: from hedgehog to fox in forty years***. *Antitrust Law Journal*, v. 77, n. 1, p. 49–107, 2010.

SHIEBER, Benjamin M. **O conceito de dominação dos mercados nacionais na lei antitruste**. Revista dos Tribunais, v.338, a.52, p.27-39, dezembro 1963.

SICHMAN, Jaime Simão. **A inteligência artificial e sua evolução histórica. Ensaio: Avaliação e Políticas Públicas em Educação**. Rio de Janeiro, v. 29, n. 112, p. 1-15, 2021. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ea/a/c4sqqrthGMS3ngdBhGWtKhh/?format=pdf>. Acesso em: 22 abr. 2025.

SILVA JÚNIOR, Antonio Francisco de A. **Liquidez do sistema e administração das operações de mercado aberto**. Brasília: Banco Central do Brasil, maio 2012. (Trabalhos para Discussão, n. 278). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD278.pdf>. Acesso em: 14 abr. 2025.

SILVA, Thays Bertoncini da. **Assimetria x isonomias regulatórias entre bancos e fintechs**. Migalhas, São Paulo, 14 mar. 2022. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/361299/assimetria-x-isonomias-regulatorias-entre-bancos-e-fintechs>. Acesso em: 4 maio 2025.

SILVA, Victor Oliveira da. **Autorização precária ou liminar do ato de concentração**. Consultor Jurídico, São Paulo, 22 ago. 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-ago-22/defesa-concorrenca-autorizacao-precaria-ou-liminar-ato-concentracao/>. Acesso em: 16 maio 2025. Consultor Jurídico

SILVA, Vitória Batista Santos; GARCIA JUNIOR, Wagner Roberto Ramos; ARAÚJO, Clayton Vinicius Pegoraro de. **Fintechs: (r)evolução bancária na era da economia digital**. Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, v. 16, n. 1, p. [65–77], jun. 2022. Disponível em: <https://revistapgbc.bcb.gov.br>. Acesso em: 16 abr. 2025.

SILVEIRA, Paulo Burnier da. **Direito da Concorrência - 1ª Edição 2021**. Rio de Janeiro: Forense, 2020. E-book.

SILVEIRA, Paulo Burnier da. **Direito da Concorrência** - 1ª Edição 2021. Rio de Janeiro: Forense, 2020. E-book.

SIQUEIRA, André Henrique et al. LIFT: **Laboratório de Inovação Financeira e Tecnológica**. Revista Eletrônica LIFT, 2018.

SIRTAINE, Bruno. **The future of financial inclusion**. CGAP, 16 maio 2023. Disponível em: <https://www.cgap.org/blog/future-of-financial-inclusion>. Acesso em: 22 abr. 2025.

SMITH, Adam. **The Theory of Moral Sentiments**. Indianápolis: Liberty Fund, 1976.

SOARES, Leonardo de Medeiros. **Desempenho e compromisso público: análise do impacto do instrumento de gestão por competências em uma agência reguladora federal**. Brasília: Enap, 2021. Disponível em: <https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/5309/1/2-lugar-tema-1-profissionais.pdf>. Acesso em: 10 abr. 2025.

SOBREIRA, Rogério Sobreira. MARTINS, Norberto Montani. RAP — Rio de Janeiro 45(2):349-76, pp. 349-376 mar./abr. 2011. p. 349).

SOUTO, Gabriel Araújo. **PLATAFORMAS MULTILATERAIS E A NOVA ABORDAGEM ANTITRUSTE: COMO O CADE PODE SE REINVENTAR À LUZ DA SUA PRÓPRIA JURISPRUDÊNCIA?** Revista de Direito e atualidades, Janeiro/Março, 2021, volume 1, número 1.

SOUZA, Wallace Fabrício Paiva. **Blockchain e a captação pública de recursos: um comparativo entre IPO e ICO à luz das normas da CVM**. Belo Horizonte: Expert Editora, 2020. e-book. ISBN 978-65-992633-4-7. Disponível em: <https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2020/12/blockchain.pdf>. Acesso em: 23 abr. 2025.

SOUZA, Washington Peluso Albino de. **Direito econômico**. São Paulo: Saraiva, 1980.

STEINBAUM, M.; STUCKE, M. E. ***The effective competition standard: a new standard for antitrust.*** *University of Chicago Law Review*, Chicago, v. 87, n. 2, p. 595-*, 2020. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol87/iss2/11/>. Acesso em: 7 maio 2025.

STIGLER, George J. ***The Organization of Industry.*** Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, 1968.

SUNDFELD, Carlos Ari. **Concorrência e regulação no sistema financeiro.** CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da; MATTOS, Paulo (Coord.). Concorrência e regulação no sistema financeiro. São Paulo: Max Limonad, 2002.

TAYLOR, Michael. ***The Possibility of Cooperation.*** Cambridge: Cambridge University Press, 1987.

TEIXEIRA LOPES, Daniel Paulino; BARBOSA, Allan Claudius Queiroz. **Inovação: conceitos, metodologias e aplicabilidade.** Belo Horizonte: Faculdade de Ciências Econômicas – UFMG, 2009.

TOBIN, J. (1963). ***Commercial banking as creators of money.*** In: _____. *Essays on economics*, v.1, n.1, 1982.

TOLLINI, Paulo Eduardo. **CADE ou BACEN: quem decide os atos de concentração bancária?** *Revista de Direito Econômico e Socioambiental – RDES*, Curitiba, v. 5, n. 2, p. 22-47, jul./dez. 2014.

TUTOR2U. ***Incumbent firms.*** Disponível em: <https://www.tutor2u.net/economics/topics/incumbent-firms>. Acesso em: 9 maio 2025.

UEDA, Marcos Filipe Sussumu. **Desafios regulatórios no setor financeiro: uma análise das transformações promovidas por fintechs no mercado de meios de pagamento no Brasil.** *Revista de Defesa da Concorrência*, Brasília, v. 11, n. 2, p. 143-171, 2023.

UNCTAD – *United Nations Conference on Trade and Development. Sixth United Nations Conference to Review All Aspects of the Set of Multilaterally Agreed Equitable Principles and Rules for the Control of Restrictive Business Practices.* Geneva: United Nations, 2010.

UNIÃO EUROPEIA. **Digital Markets Act.** Bruxelas: Comissão Europeia, [2022?]. Disponível em: https://digital-markets-act.ec.europa.eu/index_en. Acesso em: 10 maio 2025.

UNITED KINGDOM. **Competition and Markets Authority. Completed acquisition by Google LLC of Looker Data Sciences, Inc.: decision on relevant merger situation and substantial lessening of competition.** London: CMA, 2020. Disponível em: https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5e6f8119e90e070ac9b21395/Google_Looker_decision-.pdf. Acesso em: 9 maio 2025. GOV.UK+6GOV.UK+6GOV.UK+6

UNITED STATES. Department of Justice. **Visa and Plaid Abandon Merger After Antitrust Division's Suit to Block.** Washington, D.C., 12 jan. 2021. Disponível em: <https://www.justice.gov/archives/opa/pr/visa-and-plaid-abandon-merger-after-antitrust-division-s-suit-block>. Acesso em: 9 maio 2025.

VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. **Análise dos atos de concentração no setor bancário brasileiro no final da década passada: aspectos jurídicos e contábeis.** *Cadernos de Direito Actual*, n. 14, p. 277–293, 2020.

VARELLA, Sergio Ramalho Dantas et al. **O desenvolvimento da teoria da inovação schumpeteriana.** In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 32., 2012, Bento Gonçalves. Anais [...]. Rio de Janeiro: ABEPRO, 2012. Disponível em: [PDF fornecido pelo usuário].

VERÍSSIMO, Levi Borges de Oliveira. **Proteção à inovação e direito concorrencial: análise da atuação do CADE frente às *killer acquisitions* no setor digital.** 2021. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico) – Universidade de Brasília, Brasília, 2021.

VIDAL, Jean. **O que é efeito Lock-in e por que as empresas precisam ter cuidado com ele.** SaaStisfeito, 22 abr. 2023. Disponível em: <https://saastisfeito.com.br/o-que-e-efeito-lock-in/>. Acesso em: 9 maio 2025

VISA compra fintech Plaid por US\$ 5,3 bilhões. G1, 14 jan. 2020. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/01/14/visa-compra-fintech-plaid-por-us-53-bilhoes.ghtml>. Acesso em: 9 maio 2025.

WINDHOLZ, Eric. HODG Graeme A. “**Conceptualising Social and Economic Regulation: Implications for Modern Regulators and Regulatory Activity**” originalmente no *Monash University Law Review*, v. 38, n. 2, 2012. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2215334>. Acesso em: 11 abr. 2025. Traduzido por Tatiana Mesquita. Revisão técnica de Izabel Saenger Nuñez.

WU, Tim. **The master switch: The rise and fall of information empires.** New York: Knopf, 2010.

ZINGALES, Luigi. **Towards a political theory of the firm.** *Journal of Economic Perspectives*, v. 31, n. 3, p. 113–130, 2017.